全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



我们正在经历20世纪30年代以来
最严重的金融危机

GEORGE SOROS

索罗斯带你走出金融危机

The New Paradigm for Financial Markets

The Credit Crisis of 2008 and What It Means

（美）乔治·索罗斯（George Soros）著



机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货

理想藏书55188

GEORGE SOROS

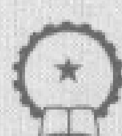
索罗斯带你走出金融危机

（美）乔治·索罗斯（George Soros） 著

刘丽娜 綦相 译 胡继旋 审校

The New Paradigm for Financial Markets

The Credit Crisis of 2008 and What It Means



机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理想藏书55188

George Soros. The New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crisis of 2008 and What It Means.

Copyright © 2008 by George Soros. Simplified Chinese translation copyright © 2009 by China Machine Press/Beijing Huazhang Graphics & Information Co., Ltd. Published by arrangement with PublicAffairs, a member of Perseus Books Group.

No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or machanical, including photocopying, recording or any information Storage and retrieval system, without permission, in writing, from the publisher.

All rights reserved.

本书中文简体字版由PublicAffairs通过Bardon Chinese Media Agency授权机械工业出版社在中华人民共和国境内独家出版发行。未经出版社预先书面许可，不得以任何方式复制或抄袭本书的任何部分。

版权所有，侵权必究

本书法律顾问 北京市展达律师事务所

本书版权登记号：图字：01-2008-4317

图书在版编目（CIP）数据

索罗斯带你走出金融危机/（美）索罗斯（Soros, G.）著；刘丽娜，綦相译.—北京：机械工业出版社，2009.1

书名原文：The New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crisis of 2008 and What It Means

ISBN 978-7-111-25438-6

Ⅰ.索… Ⅱ.①索… ②刘… ③綦… Ⅲ.金融学－研究 Ⅳ.F830

中国版本图书馆CIP数据核字（2008）第169359号

机械工业出版社（北京市西城区百万庄大街22号 邮政编码 100037）
责任编辑：宁 姗　　　　版式设计：刘永青
北京牛山世兴印刷厂印刷·新华书店北京发行所发行
2009年1月第1版第2次印刷
170mm×242mm · 11.25印张
标准书号：ISBN 978-7-111-25438-6
定价：29.00元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换
本社购书热线：（010）68326294
投稿热线：（010）88379007

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重出江湖的索罗斯

索罗斯先生本来已经退休了，去年重出江湖，在本次金融危机中又大赚了一把，令人叹服。还是和过去一样，索罗斯先生赚了钱就写书，他的每一部新书几乎都是一半理论，一半经验，而且理论部分的分析也总是特立独行，一半是非常严谨的逻辑推理，一半是非常模糊的直觉判断。如果用数学理论的发展来比喻索罗斯先生的理论，可以说，他的理论分析既有基础数学的简单，又有模糊数学的睿智。

为什么会这样呢？和绝大多数理论家不同，索罗斯先生是一个金融市场的参与者，这是他分析问题的角度与众不同的关键。此外，绝大多数人在理论分析时通常是把参与者视为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主体，把市场视为客体，所以会“抽象”分析客观的市场机制或市场规律。而在索罗斯先生看来，市场的参与者就是市场的一部分，所以必须把参与者的行为方式及其对其他参与者行为的影响看做是市场本身的机制，所以他特别强调参与者之间的“互动性”、市场信息在流动中的扭曲，以及人们（包括监管者）基于扭曲信息做出的决策中必然包含的偏见。这时我们看到，索罗斯先生作为一个积极的市场参与者，研究由不同市场参与者构成的市场，结果产生了一个新的研究“范式”。

在他的《金融炼金术》一书中，索罗斯先生首次提出了反身术或反身理论（reflection theory），在这本书中，索罗斯先生又提出了交互反身性（interference reflexivity），这些晦涩的新概念引发了许多误解，特别是翻译成中文后产生的望文生义，往往会使读者误入歧途，演绎出许多深不可测的理论解读。其实，索罗斯先生是一个行动者，他永远是一个贴近市场的思想家，所以永远也不会远离市场走进虚无缥缈的思辨世界。读他的书，如果你有任何困惑，那么就合上书本，把自己设想为市场的参与者来体验市场信息的流动性，你就能够感悟出大师的思维，领会到市场的变异，把握住行为的偏导。

在这本书中，或许是他第一次提出了超级泡沫（super bubble）的概念及其形成的时间和原因。在索罗斯先生看来，引发金融海啸的超级泡沫是在过去25年中形成的，原因恰恰是参与者的行为和市场信息之间多层次的相互作用，也就是本书提出的交互反身性理论。因此，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每一个市场泡沫的生成，无论结果是破灭或膨胀，都包含着趋势和错误。换句话说，市场永远也不会达到经济学家所期望的均衡状态，它永远是在动态非均衡状态下运行的。言外之意，适者生存，各领风骚，只要市场存在，市场的信息和参与者的行为就永远会在互动中不断形成新的泡沫，这是我们必须面对的挑战。

金岩石

2008年10月28日于黄山

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融哲学和认识论革命

几年前读过索罗斯先生的一本书，名字已经忘记了。只记得书中谈到的所谓“反身理论”很吸引我，而且我也认为他的那套哲学在金融市场很大程度上是正确的。在这本《索罗斯带你走出金融危机》一书里，他又一次在重复和强调他的这套“反身性”哲学，我相信它一定会引起中国读者更高度的关注——因为作为一个成功的投机者，他又一次预言了这次次贷危机的严重后果。

2007年我在美国做访问学者的时候，整个第三季度和第四季度不断有美国各商学院的知名经济学家和华尔街的专家告诉我，次贷危机只不过是一次局部的金融危机。而早在2007年8月份，索罗斯却已经为他所管理的基金建立

GEORGE SOROS 推荐文二

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了大量的空头头寸，因为他预见到：这次危机是20世纪30年代以来从未遭遇过的严重金融危机，并将终结从里根时代开始的25年的超级大泡沫！

随着次贷危机一步步扩大为席卷全球的金融危机，并且正在引起欧美实体经济的衰退，我们不得不佩服索罗斯先生深刻的市场洞察力，更不得不深入研究支撑他判断的背后的那套哲学——“反身理论”。

其实，所谓“反身理论”无非是证明金融资产价值不是纯客观的，金融资产的定价是主观的。经济学家告诉投资者要分析金融资产的基本面，可是股票的价格并不是纯粹由基本面决定的。任何投资者都是影响金融市场波动的参与者，有实力的投资者必定会对金融市场施加影响。索罗斯把这种功能叫做参与功能或操控功能。如果不能把参与功能或操控功能考虑到资产估值模型中，那么所有的估值模型最终都会被证明是失败的。

这套理论从别人嘴里说出来原本不会太惊人，我本人在2006年出版的《新财富论》里甚至更系统地提出了类似的学术观点。在我即将完稿的新书《软财富革命》中有专门的一章“软价值论”来论述金融资产的定价哲学。我的“软价值论”认为：

经济学各流派都想确定自己的绝对价值论，但是却没有意识到，在某些领域，绝对价值原本就是不可能找到的。对所有软财富而言，比如知识产权、信息产品、金融虚拟资产，人类主观认识变化对软财富价值的影响远远大于软财富“内在价值”的波动。

传统价值论认为任何资产都可以孤立地定价，并且其本身内涵决

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定价值，价格只能围绕价值波动，最终还应该还原到其价值的本来定位。而金融资产的价值首先取决于其群体性认知，其次取决于其所在的参照系，最后才是由软财富本身的内涵价值决定。

对于软财富的定价，重要的不是定义绝对的精确的价格，而是确定软财富的价值参照系、价值波动区间和价值分布规律。在确定的参照系和价值波动区间内，软财富价格既可能是周期性的回归系统均衡，也可能是阶段性发散的；既可能是沿着固定轨道运行，也可能是类似于某种概率分布规律。软财富的价值不是一个点，而是一个“域”。

我把自己的理论主张写到这个专文推介中，一方面是因为我从索罗斯的书中找到了共鸣，另一方面我更坚信这种认识是正确的。当越来越多的人开始认识到这些问题，金融资产的定价就会越来越接近真理或者真相。

当然，在我看来，索罗斯先生想建立一套哲学的理想是不可能实现了，因为在他的书中唯一接近哲学框架的一句话是：“既然社会活动跟自然现象不一样，那用牛顿物理学框架去建立模型就是错误的。”三年前在北大的一次会议上，厉以宁老师也说过一个简单的比喻：“股票市场跟天气不一样，如果所有的人都说下雨，它该晴天还是晴天；如果所有的人都认为股票要涨，股票就真的会涨了。”成功的投机家和伟大的学者都已经有了哲学认识上的萌芽，总有一天它会成长为参天大树。

当然，阅读本书我们不仅关注其中的哲学思想，还应该关注索罗斯的金融实践，尤其是他的“暴涨—暴跌模型”，因为不管他的投机活动是否有社会危害性，毕竟大部分时候他赢了！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在1992年英镑危机中，索罗斯带领一帮投机家成功地狙击了英镑。尽管那时候英镑的确有所高估，但是并未到索罗斯们所夸张的程度。事实证明，危机后不久，英镑就逐步反弹了。可是索罗斯们却卷走了大量的财富。

在1997年开始的亚洲金融危机中，索罗斯也是始作俑者。危机之前的东亚国家，汇率的确有所高估，地产、股市也不是没有一点泡沫，可是绝非索罗斯们所夸张的那么严重。然而在巨大的投机势力联手狙击下，大部分东南亚国家地产暴跌、股市暴跌、汇率贬值，巨额财富被卷走！但是仅仅过了两三年时间，一切就恢复了平静，亚洲股市回到了金融危机前的估值水平，汇率水平也逐渐恢复，地产一天天走向繁荣。亚洲金融危机过程中铺天盖地的批评东亚经济增长模式不可持续的文章仿佛一夜之间全不见了——卷走财富就偃旗息鼓，大部分投机家都没有把精力浪费在和赚钱无关的评论上。

这一次金融危机的判断，事实证明索罗斯又赢了。正如书中所言："金融市场的走势并不会趋向一个公认的均衡状态，而是遵循一个单向的过程。""危机一旦爆发，金融市场就会骤然分崩离析，但凡可能变得糟糕的事情都会成为现实。"

不知道索罗斯先生的上述判断仅仅是一个预测，还是在实践他"参与者"和"操控者"的理论，企图对危机的蔓延施加影响……

滕　泰

2008年11月2日于北京

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

探求新的金融市场智慧

因百年一遇的全球金融危机的爆发，2008年的秋天浸透着阵阵寒意。国际金融中心华尔街的惨烈崩塌击碎了雄霸世界几十年的美国模式的金融信条，甚至资本主义自身也成为被质疑的对象，世界金融市场陷入罕见的恐慌。此刻，拿起这本刚刚译毕的小册子，我们不得不为本书的作者——乔治·索罗斯的洞见所惊讶。

一年前，当美国次贷危机初露端倪，索罗斯关于这场危机的性质和结局的判断被认为是危言耸听的预言。索罗斯很早就断言："我们正在经历20世纪30年代以来最严重的金融危机。当前这场危机标志着建立在以美元为国际储备货币基础上的信贷扩张时代已经终结。""这场危机是长久以来形成的一个超级大泡沫

GEORGE SOROS 译者序

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的破裂，其影响将极其深远。”

一语成谶。就在几个月前，这样的声音也不为大多数人所接受，而今，“房利美”及“房地美”被接管、雷曼兄弟申请破产保护、美林被收购、美国国际集团被部分国有化、“点石成金”的美国五大投资银行中三家已丧失独立经营地位……华尔街的落花流水击倒了全球金融业的多米诺骨牌。当全世界的经济学家都在为寻求解释现实的新方法而焦头烂额时，索罗斯的预言不得不引起人们的重视。

索罗斯的这部新作堪称一本金融市场哲学著作。全书篇幅不长，分两篇：哲学和金融。前者阐述了作者对自己一生总结的哲学思考，后者则概述了作者亲身经历的金融事件，可以说是半个多世纪的简明国际金融危机史。特别是，作者还以日记的方式，忠实记录了自己一段时间在金融市场的投资行为，并进行实时的跟踪剖析。

哲学决定了人们看世界的方式和如何在现实中采取行动，而行动反过来会影响一个人思想的形成。索罗斯的哲学观与金融观绝非是割裂的，而是相得益彰的，贯穿在他一生的金融实践中。从这个意义上讲，其著作又具有方法论的价值。

与任何一位哲学家在建造自己理论大厦时的做法一样，索罗斯也创造了自己的建筑术。他把自己的理论命名为“反身性”（reflexivity）理论，提出了“易错性”（fallibility）、“超级泡沫假说”（super bubble hypothesis）、“暴涨—暴跌模型”（boom-bust model）等概念，并毫不掩饰其对理论上的对手——流行的古典经济学均衡理论和自由放任观念——的怀疑，并称之为“市场原教旨主义”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

书中提到的一些观点都是颠覆性的，其理论建立的基础与主流的经济学和金融市场范式完全不同，等于在他那里从根本上否定了现代经济学近几十年甚至百多年来的努力。他分析了人类具有的两种功能：认知功能和操控功能，并强调人在认识世界的同时还希望按照自己的意图改变世界，或者说操控世界，从而使得所要认识的客观世界都面目全非了，认知也就成为问题，知识也变得不可靠了。这种“双向反身性互动关系”左右了金融市场参与方的行为，也左右了金融市场的走势。索罗斯认为，在金融市场上，对操控能力的过度追求就会导致波动和危机的发生。因此，他希望人类的行为能更多服务于认知功能，而不是操控功能。换句话说，他希望人类的行为应该更多用于求知，而不是企图操控所认知的对象。这将符合道德上的善，否则，会导致不可避免的恶。

索罗斯自信其观点相对于市场均衡理论能够更好地解释当前所面临的现实。另一方面，他又很有自知之明，承认自己是个并不怎么成功的哲学家，尽管投资上有些收获，但对于如何重塑金融市场的对策不多。在此意义上，他认为自己的书只是个开端，值得更多有识之士继续推进研究。

尽管索罗斯是个有争议的人物，但是仅就金融理论和金融实践领域而言，他无疑是个让人敬畏的预言家，与其说他贡献了投资建议，不如说他贡献了哲学智慧，他在某种程度上为人们当前寻找金融市场新范式独辟了一条发人深省的小径。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们正在经历20世纪30年代以来最严重的金融危机。本轮危机与过去25年发生的几次危机虽有相似之处，但有一个根本的差别：当前这场危机标志着建立在以美元为国际储备货币基础上的信贷扩张时代已经终结。周期性爆发的金融危机不过是“暴涨一暴跌”（boom-bust）大循环过程中的一个局部，当前的这场危机宣告持续25年以上的超级繁荣达到终点。

我们需要一个新范式（new paradigm）来理解正在发生的一切。目前的流行范式，即金融市场会趋向均衡的说法不仅是错误的，而且具有误导性。我们现在遇到的麻烦主要归咎于国际金融体系的发展是建立在这个错误范式的基础之上。

我所提出的新范式不是只局限于金融市场，还涉及思想与现实的关系。这个新范式认

前言

GEORGE SOROS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为，错误的观念和错误的阐释是历史发展进程中的重要角色。当我还在伦敦经济学院（London School of Economics）求学时，我就已经开始构想这一概念框架，但那时我还没有投身于金融市场。我以前在书中曾提到过，卡尔·波普（Karl Popper）的哲学思想对我影响颇深，使我对完全竞争理论赖以成立的假设基础，特别是关于完备知识（perfect knowledge）的假设产生了怀疑。我逐渐意识到，市场参与者不能仅仅根据知识来做决定，他们存有的偏见既会影响市场价格，也会对价格本应反映的基本面产生影响。我认为，市场参与者的思考具有双重功能。第一，我称之为认知功能（cognitive function）。第二，由于市场参与者试图改变现状，我称之为参与功能或者操控功能（participating or manipulative function）。这两种功能作用方向相反，在某种条件下，它们之间会相互影响，我称之为交互反身性（interference reflexivity）。

当我自己也成为一名市场参与者时，我把我的概念框架应用到金融市场。它使我对暴涨—暴跌过程有了更透彻的理解，这个过程最初是自我增强的（self-reinforcing），但最终会变为自我溃败（self-defeating）。作为一名对冲基金经理，我把这一观点应用于投资实践，效果还不错。我在1987年出版的第一本书《金融炼金术》中，详细地阐述了反身性理论。这本书获得一大批追随者，但是反身性理论在学术圈并未得到严肃的认可。我本人也十分怀疑自己在书中是否讲出了一些新意。毕竟，我涉及的是哲学中最基本、也是被研究得最透彻的问题，关于这个问题能讲的东西几乎都被说尽了。不过，我的概念框

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

架对我个人而言仍然至关重要。无论是一名能赚钱的基金经理，还是一个能花钱的慈善家，我都在这个概念框架的指引下前行，它已与我本人融为一体。

当金融危机爆发时，我已从基金管理的前线退下来，在此之前，我已把我的基金从一家风格激进的对冲基金变成一家更稳健的捐赠基金。但是，危机的发生又促使我再次把注意力转移到金融市场，我参与投资决策比以前更活跃了。后来，到2007年年底，我决定写一本书来分析和解释当前的形势。我的动力来自三个方面：第一，为了更好地弄清楚现状，我们迫切需要一种新范式。第二，认真的研究过程有助于我的投资决策。第三，通过实时跟踪金融市场并发表看法，我可以确保反身性理论最终将会得到人们的严肃对待。一项抽象的理论要引人注意并不是件容易的事，但是现在人们在密切关注金融市场，尤其是动荡的金融市场。在《金融炼金术》一书中，我已经把金融市场当做检验反身性理论的一个实验室。当前的局势是证明其实用性和重要性的良机。促使我出版本书的主要是第三个动力。

如果仅仅关注这场正在展开的金融危机，写作这本书会轻松得多，但我想用这本书实现多重目的，就不那么容易了。让我先简单介绍一下如何把反身性理论应用到分析这场危机中吧。与假定完备知识的传统经济学理论相反，我认为不论是市场参与者，还是货币和财政当局都无法把他们的决定仅仅建立在知识之上。他们的错误判断和错误观念会影响市场价格走势，更重要的是，市场价格又会影响到通过它们来体现的所谓的基本面情况。流行范式认为，市场价格只是随机地偏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

离理论上的均衡点但会归于均衡，但实际上并非如此。市场参与者和监管者的观点从来都不符合真实事态。也就是说，市场从来不会按照经济学理论假定的那样达到均衡。在观念和现实之间存在一种双向的反身关系，它会产生一种先自我增强但最终自我溃败的暴涨—暴跌过程，或称其为泡沫。每个泡沫包含一种趋势和错误观念，并以反身性的方式相互作用。美国房地产市场已经出现了泡沫，但当前的危机却不仅仅是房地产泡沫破裂那么简单，这个泡沫的体积比我们此生经历过的任何周期性金融危机都要大。我把历次危机都看做过去25年左右时间酝酿出来的超级泡沫（super-bubble）——一个长期反身性过程的组成部分。这个超级泡沫包含流行趋势、信贷扩张和流行的错误观念。市场原教旨主义（19世纪时叫做自由放任）抱定市场应该自由运行的信念。此前发生的危机成为了一次次成功检验的过程，但却更加强化了流行趋势和流行错误观念的盛行。当前的危机是个转折点，它将使流行的趋势和错误观念都不再继续。

所有这一切都需要更详细的阐释。在介绍完背景酝酿后，本书的第一篇专门介绍反身性理论，其意义远远超出了金融市场范畴。仅对当前危机感兴趣的读者会发现它不太好懂，但是对花点精力读下去的人，我希望你们会觉得有所获益。这本书介绍了我所关注的主要问题，涵盖了我毕生的工作体会。读过我以前著作的读者可能会发现，我在此重复了从前著作中的一些段落，那是因为我在此提出的一些观点与以前相同。第二篇主要是从概念框架和我从事对冲基金管理工作的实践经验来探讨当前的局势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

专文推介一 金岩石
专文推介二 滕 泰
译 者 序
前 言

酝酿 1

第一篇 我的观点

第1章 核心理念 16
第2章 一个失败哲学家的自传 25
第3章 反身性理论 37
第4章 金融市场的反身性 61

第二篇 当前的危机和政策建议

第5章 超级泡沫假说 88

目录



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第6章 一个成功投机者的自传 110

第7章 我对2008年的展望 124

第8章 政策建议 141

总结 151

致谢 159

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

酝酿 THE NEW PARADIGM FOR FINANCIAL MARKETS



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关于本轮金融危机爆发的时点，官方认定是在2007年8月。那是各国中央银行被迫进行干预，向银行体系注入流动性的时间。英国广播公司（BBC）曾做以下报道：㊀

- 8月6日，美国最大的按揭贷款独立供应商之一，美国住房按揭公司（American Home Mortgage）在解散多数员工后申请破产保护。该公司称，美国住房市场的下跌使众多次级按揭的借贷双方都遭受重创，该公司未能幸免。
- 8月9日，一家法国的大型银行，法国巴黎银行（BNP Paribas）宣称：因美国次级抵押贷款市场出现问题，因此中止其旗下管理着20亿欧元资产的三只投资基金的运营。短期借贷市场的流动性随即干涸。法国巴黎银行称，由于市场已经消失，所以它已无法对基金管理的资产进行估值。欧洲中央银行向欧元区银行体系注入了950亿欧元以缓解次贷危机导致的信贷紧缩。美联储和日本中央银行亦采取了类似措施。
- 8月10日，欧洲中央银行又向银行体系注入610亿欧元。美联储宣称，为遏制信贷紧缩，无论市场上需要多少隔夜流动性资金，它都将敞开供应。
- 8月13日，欧洲中央银行又一次向货币市场提供了477亿欧元，这已是其在过去3个工作日里的第三次注资了。美国和日本的中央银行也增加了流动性注入。高盛公司称，它将向旗下的

㊀ See BBC News, “Timeline: Sub-Prime Losses: How Did the Sub-Prime Crisis Unfold?” http://news.bbc.co.uk/1/business/7096845.stm.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一只备遭信贷紧缩打击的对冲基金提供30亿美元，以提升该基金的价值。

- 8月16日，美国最大的按揭供应商国家金融服务公司（Countrywide Financial）为获得流动性用光了其115亿美元的拆借额度。澳大利亚的住房抵押贷款公司Rams也承认存在流动性问题。
- 8月17日，美联储降低贴现率（美联储向银行出借资金所使用的利率）0.5个百分点，以帮助银行渡过信贷紧缩难关。（事实上，这并没有什么帮助，原因在于随后发达国家的中央银行都前所未有地注入了更大规模、更长期限的流动性资金，并且接受的用于质押的证券种类也大大放宽了。）
- 9月13日，北岩银行（Northern Rock，英国最大的住房抵押贷款银行）被披露濒临破产（引发了旧时所谓的“挤提”事件——这是英国过去100年里的首次“挤提”事件）。

危机虽姗姗而至，但其实在事发几年前是可以预测到的。本轮危机的种子在2000年下半年互联网泡沫破灭时就已经种下了。当时美联储为应对危机，在短短几个月里把联邦基金利率从6.5%降到3.5%。此后又发生了2001年“9·11”事件，为防止经济衰退，美联储又一路连续降息——到2003年7月达过去半个世纪以来的最低利率1%，并在该利率水平上维持了整整一年。在连续31个月的时间里，经通胀调整后的短期基准利率竟然是负数！

资金太便宜就会催生住房价格泡沫、助长杠杆并购热潮以及其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他过热的问题。既然钱是白来的，理性的贷款人就会不断贷放资金直到再也找不到人想借钱为止。住房抵押贷款商不但放松了信贷标准，而且还发明了新的途径来扩大贷款规模并收取手续费。华尔街的投资银行也开发出各种各样的新技术，把信用风险分门别类地转移给退休基金、共同基金那样的渴望博取收益的投资人。投资银行还创造出了结构化投资工具（SIV），用以把自己持有的头寸转移到资产负债表外。

2000～2005年中期，已有住宅的市场价值上涨了50%，还伴之以新建房屋的热潮。美林公司预计，美国2005年上半年国内生产总值的一半与住宅有关或是直接相关，比如建造房屋、与住房相关的开支如购买新家具；或是间接相关，用住房抵押获得的融资进行消费。据美国总统经济顾问委员会的前主席马丁·费尔德斯坦（Martin Feldstein）估计，1997～2006年，消费者从其房屋净值（home equity）贷款中获得的资金超过9万亿美元。艾伦·格林斯潘（Alan Greenspan）2005年主持的一项研究显示，在21世纪头10年，房屋净值贷款提供的资金占所有个人消费开支的3%。截至2006年第一季度末，房屋净值贷款的资金几乎占据个人可支配收入的10%。[⊖]

高达两位数的住房价格上涨助长了投机。如果人们预期房屋价

⊖ See*Economist*, September 10, 2005; Martin Feldstein, "Housing, Credit Markets and the Business Cycle," National Bureau of Economic Research working paper 13,471, October 2007; Alan Greenspan and James Kennedy, "Estimates of Home Mortgage Origination, Repayments, and Debts on One-to Four-Family Residence," Federal Reserve staff working paper 2005-41 (data updated through 2007 by Dr. Kennedy and furnished to the author).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值的增长超过借钱的成本，那么除了居住以外还拥有多套房屋就有利可图。到2005年，美国人购买的住房中有40%不是永久居所，而是投资品或第二套住房。[⊖] 由于在21世纪头10年里，真实收入的中位数增长乏力，因此贷款商费尽心机使房屋看上去人们能够买得起。最受欢迎的工具就是可变利率按揭（ARM），它规定在贷款初始的两年采用“诱惑利率”(teaser rate)，即初始利率低于市场水平，并假定两年以后，利率才会提高。然而该住房可以再次用于抵押融资，以享受住房价格上涨的好处，贷款商也可借此再多赚取一些费用。其结果是，贷款商抛弃了原有的信贷标准，连信用级别低的人也能得到按揭贷款（即次级贷款），这其中有一些人还是挺有钱的。缺失收入证明文件的“Alt-A”贷款(又叫“谎言贷款”)也大行其道，甚至发展到极致还出现了“三无贷款”(“ninja loan”，即借款人一没有工作、二没有收入、三没有财产)，而这种贷款往往是在按揭经纪商和按揭贷款商的唆使和纵容下完成的。

当银行把这些风险最高的按揭贷款打包成证券销售出去后，这些证券就叫做债务担保债券（collateralized debt obligation，CDO）。债务担保债券会把数千笔按揭贷款的现金流分层归类，形成一系列风险和收益不同的债券，以适应不同投资者的偏好。其中，最高层的债券可能占到80%，并对基础资产产生的现金流拥有优先的要求

⊖ See Joseph R. Mason and Joshua Rosner, “How Resilient Are Mortgage Backed Securities to Collateralized Debt Obligation Market Disruption?” paper presented at the Hudson Institute, Washington, D.C., February 15, 2007, 11.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

权，因此在发行时，这些债券就能获得AAA的评级。由于较低层级的债券要先吸收损失，因此发行收益率也更高。在实际操作中，银行和评级机构都大大低估了像“三无贷款”一类荒唐产品的内在风险。

证券化本来意在通过风险分层和地域分散化来降低风险。然而在把按揭贷款从了解借款人实情的银行转移到不了解实情的投资者时，却实际上加大了风险。贷款本应由银行或储贷机构审批发放并在其账簿中体现，但此时却由贷款经纪人完成，并由资本不足的“按揭银行”来临时“储存”，然后再悉数卖给投资银行，由后者制造出债务担保债券产品，经评级机构评级后，再卖给机构投资者。从最初的贷款发放到最后的证券销售环节所产生的收入都来自收取的费用——也就是说，规模越大，奖金越多。业界对这种既赚取手续费又不承担风险的做法充满期待，从而造成管理松懈、欺诈盛行。在次级贷款方面，由于打交道的都是缺乏经验且信息不灵的消费者，欺诈交易更是大行其道。“诱惑利率”一词道出了游戏的真相。

大概从2005年开始，证券化逐渐发展到狂热境地。创设一种“合成”（synthetic）证券来模拟真实证券的风险成为一件很容易、很快捷的事，根本用不着花钱去实际购买贷款再进行组装。无论市场的真实供给是多少，这种高风险证券都可以大量复制繁殖。魄力十足的投资银行家们更是把债务担保债券分解打包成债务担保债券的债务担保债券、债务担保债券二代，甚至是债务担保债券三代。债务担保债券尽管评级较低，但其最高一层也可以获得AAA的评级。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通过这种方式，人们创造出大量AAA级负债产品，规模超过AAA级资产产品。到最后，合成产品竟然占到总交易量的一半以上。

证券化热潮不仅发生在按揭贷款领域，也蔓延到其他形式的信贷产品。迄今规模最大的合成证券市场产品是信用违约互换（credit default swap, CDS）。这种神秘的合成金融工具是欧洲在20世纪时发明出来的。早期的信用违约互换产品是在两家银行之间达成的个性化合约。针对某一笔特定的贷款组合，A银行作为互换的卖方（寻求保护方），同意在确定的未来年份向B银行按年支付固定费用。B银行是互换的买方（提供保护方），承诺在互换生效期间，一旦该贷款组合发生违约，将补偿A银行所遭受的损失。在发明信用违约互换之前，如果银行希望分散贷款组合的风险，需要购买或出售部分贷款，那么这个过程会十分复杂，原因在于要事先经过借款人的同意。信用违约互换出现以后，其贷款组合风险分散方式和标准化的合约备受欢迎，到2000年，其名义本金价值已高达约1万亿美元。

21世纪初期对冲基金大规模进入市场。专门从事信用风险业务的对冲基金实际上成为没有牌照的保险公司，向其提供保护的债务担保债券和其他证券产品收取保费。但这种保险的价值是值得怀疑的，原因在于合约的转让和受让均未告知借款方。该市场呈指数级增长，以名义本金价值衡量使得其他所有市场都黯然失色。据估计，信用违约互换合约的名义本金价值余额已达42.6万亿美元。换个角度看，这几乎相当于美国家庭的全部财富。美国股市的市值是18.5万亿美元，而美国国债市场的价值也只有4.5万亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证券化狂潮导致人们海量使用杠杆融资。购买普通的债券需要10%的保证金，而信用违约互换一类的合成债券却可以以1.5%的保证金比例交易。这使得对冲基金能够通过杠杆融资，利用风险差异赚取巨额利润，同时压低风险贴水。

结局注定是悲惨的，这方面有史可鉴。20世纪80年代产生了按揭担保债券（collateralized mortgage obligation, CMO）市场。1994年，该市场被称为“毒垃圾”的评级最低的债券崩盘，当时一家管理20亿美元资产的对冲基金无法满足追加保证金的要求，导致基德公司（Kidder Peabody）倒闭，造成550亿美元的总亏损，然而当时却未采取任何监管措施。前任美联储理事爱德华·格兰里奇（Edward M.Gramlich）在2000年曾经私下告诫时任美联储主席的格林斯潘要警惕次级按揭市场上的滥行，但格林斯潘置之不理。格兰里奇在2007年把担忧公之于众，还就次贷泡沫问题写了一本书，恰在危机爆发之前出版。泡沫研究问题专家查尔斯·金德尔伯格（Charles Kindleberger）在2002年就提出要警惕房地产市场泡沫问题。马丁·费尔德斯坦、前美联储主席保罗·沃尔克（Paul Volcker）和花旗银行高管比尔·罗兹（Bill Rhodes）都对市场下跌提出过警告。纽约大学教授鲁里埃尔·鲁比尼（Nouriel Roubini）曾预言，房地产泡沫将在2006年造成经济衰退。然而，包括我自己在内，没有人预计到泡沫会吹到多大，持续多长时间。《华尔街日报》最近的一篇报道称，很多对冲基金都不看好房地产市场，但“它们却在等待市场崩溃中遭受了那么大的损失”，它们中的大多数最终都被

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

迫清盘。[㊀]

危机在2007年伊始就初现端倪。2月22日，汇丰银行（HSBC）解雇了其美国住房按揭业务的主管，汇丰银行在该业务上的亏损达到108亿美元。3月9日，美国最大的住房建造商霍顿公司（DR Horton）发布了次级按揭损失的警告。3月12日，出于对最大的次级按揭贷款商之一新世纪金融公司（New Century Financial）可能破产的担忧，它的股票暂停交易。3月13日，报道称按揭贷款拖欠率和房屋丧失抵押赎回权的比例都创出新高。3月16日，阿克罗迪特房贷控股公司（Accredited Home Lenders Holding）将其账面上27亿美元的次级贷款进行大幅打折出售，以获得业务经营所需现金。4月2日，新世纪金融公司被迫回购数十亿美元的呆账贷款后，根据美国《联邦破产法》第11章的规定申请破产保护。[㊁]

2007年6月15日，贝尔斯登公司（Bear Stearns）宣布旗下两只投资按揭产品的对冲基金因追加保证金要求而陷入困境。贝尔斯登公司好不容易筹集了32亿美元的信贷额度救助了其中的一只，却只能看着另一只倒闭。投资者的15亿美元资本几乎损失殆尽。

贝尔斯登公司旗下这两只按揭产品的对冲基金在6月经历的失败给市场造成了恐慌，但美联储主席本·伯南克（Ben Bernanke）以及其他高管都向公众保证，次贷问题只是独立的事件。虽然坏消

㊀ See *Wall Street Journal*, February 27,2008, and January 15, 2008; *New York Times*, October 26, 2007.

㊁ "Bleak Housing Outlook for US Firm," *BBC News*, March 8, 2007, http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/6429815.stm.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

息一个接着一个，但价格暂趋平稳了。到7月20日，伯南克仍仅将次贷损失估计为1000亿美元。当美林公司和花旗集团宣布其债务担保债券自营业务冲销了大笔减值准备时，市场甚至还经历了一波反弹，标准普尔500指数（S&P500）竟在7月中旬创下新高。

只是到了8月初金融市场才变得惊恐万状。随着贝尔斯登公司对旗下两只次贷风险暴露过大的对冲基金申请破产保护，并禁止客户从其中一只基金提现，市场大受打击。如前所述，贝尔斯登公司曾尝试用筹来的32亿美元去救助这些实体。

危机一旦爆发，金融市场就会骤然分崩离析，但凡可能变得糟糕的事情都会成为现实。在极短的时间内，市场暴露出极大的缺陷。从低级别次级按揭开始的危机很快就蔓延到债务担保债券，尤其是那些由次级按揭组合的最高层级构成的合成产品受到重创。债务担保债券本身虽然已经无法出售，但代表各层级债务担保债券的指数还可以交易。此时，寻求避险的投资者和追逐利润的卖空者都蜂拥出售指数，导致这些指数陡然暴跌，随即导致了其对应的各层级债务担保债券产品的价格暴跌。投资银行通过所谓的结构化投资工具在表外持有了大量债务担保债券头寸。这些结构化投资工具通过发行资产支持商业票据（asset backed commercial paper）来筹资购买债务担保债券产品。当债务担保债券价值下跌时，资产支持商业票据市场也筹不到资金了，投资银行于是被迫救助旗下的结构化投资工具。很多投资银行只能把结构化投资工具并表，并在此过程中被迫确认了巨额亏损。投资银行也曾为杠杆并购提供过大量贷款承诺。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在正常情况下，它们会将这些贷款打包成贷款担保债券（collateralized loan obligation, CLO）出售，但当时贷款担保债券市场也像债务担保债券市场一样没有了交易，银行只能自己背负这个价值约2500亿美元的包袱。一些银行允许旗下的结构化投资工具破产，一些银行拒不履行当初的杠杆并购融资承诺。这些事件以及银行自身遭受的损失，使股票市场失去抵抗，价格波动极度无序。那些持市场中性观点、利用高杠杆、通过挖掘微小市场差异来获利的对冲基金也不再保持市场中立，亏得一塌糊涂。一些靠高杠杆生存的对冲基金从此销声匿迹，其发起人的声誉严重受损，法律诉讼接连不断。

所有这一切都对银行体系造成了巨大压力。如果银行的自有资本因非预期损失而受到侵蚀，银行就必须补充资本增强资产负债表的实力。银行很难评估自身的风险暴露到底有多大，评估交易对手的风险暴露更是难上加难。在这种情况下，银行之间彼此不愿意向对方贷款，而是争相储存流动性以备不测。起初，中央银行发现向银行体系注入流动性很困难，商业银行都在努力避免使用中央银行提供的流动性，因为那会给人一种负面的信号。商业银行之间彼此也不愿意交易。但最终这个问题还是得到了解决。不管怎么说，如果中央银行只会做一件事的话，那就是向市场提供流动性。在中央银行中，只有英格兰银行在试图救助因扩张过度而陷入困境的北岩银行时遭遇了挫折，原因是英格兰银行的救助引发了银行挤提。最终，英国当局对北岩银行实施了国有化，银行负债变成了国民的负债，这一国有化措施也使英国财政赤字占国内生产总值的比例突破

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了《马斯特里赫特条约》的限制性规定。

尽管中央银行提供了流动性，但危机仍未减弱。信用价差（credit spread）仍在不断扩大。几乎所有大型银行——花旗、美林、雷曼兄弟、美国银行、美联银行、瑞士银行、瑞士信贷——都在2007年第四季度宣布巨额损失核销，其中很多还示意在2008年仍会继续核销损失。美国国际集团（AIG）和瑞士信贷先发布了第四季度损失核销的预公告，接着又不断修改核销数字，明白无误地给人的印象是它们已经丧失了对资产负债表的控制。2008年1月25日，法国兴业银行对外公布，欺诈交易导致其72亿美元的惨痛损失，与此同时，股票市场的做空氛围也达到顶峰，美联储为此打破常规立即降低联邦基金利率75个基点，按照正常情况，这应该是在8天以后的例会上做出决策。在那次例会上，美联储又把该利率降低了50个基点。这一做法是空前的。

危机不断蔓延，从住房信贷传递到信用卡、汽车信贷和商用房地产领域。债券保险公司（monoline insurance companies）也陷入困局，它们原本是专门为市政债券提供担保的，但后来也介入了结构化投资工具和合成产品的担保业务，其巨额损失导致它们的业务难以为继，造成市政债券市场运行停顿。更大的阴云笼罩在信用违约互换市场的上空，只是尚未爆发罢了。

在过去的几十年里，美国平安度过了几次大规模的金融危机，如20世纪80年代的国际信贷危机、90年代初的储贷机构危机等。但本轮危机具有与此前完全不一样的特征。本轮危机是从市场的一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

局部蔓延到其他领域，尤其是那些使用新型结构化投资工具和合成金融工具的领域。大型金融机构都暴露出风险敞口过大和资本基础薄弱的问题，并且市场上的不确定性似乎仍将持续相当长的一段时期。这种状况阻碍了金融体系功能的正常发挥，也必将给实体经济带来深远的影响。

在判断实体经济是否受到冲击这个问题上，金融市场主体和金融监管当局都表现得非常迟缓。这种慢吞吞的反应实在令人费解。既然实体经济是靠信用扩张刺激的，那么发生了信贷紧缩怎么不会对实体经济造成负面影响呢？一个无法回避的结论是：无论监管当局还是市场参与者，在对金融市场运行的理解上，都是根本错误的。这种错误不仅仅在于不知道究竟发生了什么事，而且也引发了为所欲为，这恰是本轮市场动荡的根源。

我认为，全球金融体系建在了错误的前提基础之上。这是个让人惊愕不已的命题，然而更骇人的命题是，这种错误不仅仅发生在金融市场，而且体现在人类建构产物的方方面面。

在本书第一篇，我将提出理解金融市场运行所需的概念框架。在第二篇，我将运用这个框架对当前形势做出分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

GEORGE
SOROS

第一篇

我的观点

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE NEW
PARADIGM FOR
FINANCIAL MARKETS

第1章 核心理念





全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我阐述理论的出发点在于：从一开始我们就对赖以生存的世界缺乏正确和完整的认识，原因在于，我们试图去认识世界，但是我们自身又是这个世界的组成部分。诚然，妨碍我们了解世界的因素并不止于此，但当你去理解人间诸般言行事物时，我们是世界的组成部分这一事实，便成为一道不可逾越的障碍。

存在认知缺陷的人类与真实的世界之间相互作用、相互影响。一方面，人类冀望了解所生存的世界，我称之为认知功能（cognitive function）。另一方面，人类企图影响世界并谋求生存状态的改善，我曾经称其为参与功能（participating function），但出于某种目的，我觉得在这里称其为操控功能（manipulative function）⊖ 更合适。两种功能如果可以彻底分开，就可以分别达到各自的理想效果：参与者的认识变为知识，其行动亦可达到预想目的。因此，人们很容易断言：这两种功能的确能各自发挥作用。这种假设也的确大行其道，尤其是在经济学理论界。但这一假设并未经过证明，事实上只在极个别的情况下，经过参与者（participants）的特殊努力才能使这两种功能分开，这很像是一些头脑简单又一门心思追求知识的社会科学家们所做的事情。但如果社会科学家们深入研究的话，结果就不一定是这样了。社会科学家特别是经济学家往往对这个事实不加理睬，其原因我在后面会有所涉及。

当认知功能和操控功能同时运行时，二者之间就会相互影响。

⊖ 认知科学家称做执行功能（executive function）。亚里士多德称其为实践理性（practical reason），以示有别于理论理性（theoretical reason），而理论理性是认知功能的同义语。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在经由认知功能产生知识的过程中，必须把各种社会现象看做彼此之间相互独立，只有这样，现象才会被当做事实，观察者才会对事实做出相应的判断。类似地，决策也需要基于知识才能产生理想的结果。然而，当两种功能同时作用时，现象就不仅仅包括事实了，其中还含有对未来的目标和预期。过去发生的事实是唯一确定的，但未来如何则要看参与者做出什么样的决定。因此，参与者无法把其决策建立在知识的基础上，原因在于他们不仅要考虑当前和过去，还要面对未来的不确定性因素。在社会环境中，对未来抱有的目标和预期会在参与者的思维和他所处的环境之间建立一个双向的连接通道，而这对思维和环境都造成了不好的影响：既把不确定性糅入了事实过程，又使参与者的观点无法形成知识。

在函数唯一性的确定问题上，因变量的值要由自变量决定。在认知功能函数中，实际事态（actual state of affairs）可视为自变量，参与者的观点则是因变量。在操控功能函数中，情况正好相反。在交互影响下，每种功能都因对方的存在而丧失了用于求解的自变量。我把这种交互影响命名为“反身性”（reflexivity）。参与者的观点和实际事态之间如果缺乏共性（lack of correspondence），那么自反情形就会出现。以股票市场为例，人们基于对未来股价的预期而买卖股票，但股价的涨跌却要看投资者有什么样的预期。这种预期不能形成知识。在没有知识的情况下，参与者必须在其决策过程中引入主观判断或倾向性意见，其结果很可能与预期相左。

经济学理论一直竭力把反身性排除在学科体系之外。起初，古

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

典经济学家简单假定市场参与者的决策是基于对事实的完全认知：完全竞争理论的前提假设之一就是对事实的完全认知。基于这些假设，经济学家构建了需求曲线和供给曲线，并声称参与者的决策取决于这两条曲线。当这一说法面临攻击时，他们就说这是历来公认的方法论，以此作为挡箭牌。我在伦敦经济学院读书时的教授莱昂内尔·罗宾斯（Lionel Robbins）认为，经济学只关心需求和供给之间的关系，而不管需求和供给是如何形成的。[⊖] 他把需求和供给视为给定的常量，这样就不存在二者之间的反身性互动问题了。这种提法后来在理性预期理论那里发展到极致。理性预期学派想方设法得出一个结论：未来市场价格的决定是可以不受其他变量支配的，也不为市场参与者的偏见和错判所左右。

我认为理性预期理论完全曲解了金融市场的运行机理。出了学术圈，理性预期理论已不再像以前那样受重视了，尽管如此，认为金融市场能自我纠偏并趋于均衡的理念仍旧是当前金融市场的主流范式，已然主宰金融市场的各种合成型工具和估值模型也是以此为基础形成的。然而我认为，当前流行的范式是错误的，亟待新的范式取而代之。

事实上，市场参与者无法将其决策建立在知识的基础上。认知功能和操控功能之间双向的反身性联系给二者都带来了不确定性因素。无论对市场参与者，还是对负责宏观经济政策和市场监

⊖ See Lionel Robbins, *An Essay on the Nature and Significance of Economic Science* (London: Macmillan, 1932).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管的当局而言，都存在这一问题。市场参与者和监管人员的行为基础都是对所处的情境缺乏完全的认知。认知功能和操控功能之间的双向反身性关系中蕴含的不确定性因素是无法消除的，但是如果我们意识到这一问题，那么我们的理解和应对能力将会大大提高。

说到这里就引出了我的概念框架里的核心理念：我认为社会活动与自然现象在结构上大不相同。在自然现象中，一组现象与另一组现象之间存在着一条因果链。然而在人类活动中，事件发生的过程则要复杂得多，其中不仅涉及事实，也涉及参与者的观点，此外，各参与方的互动结果也成为因果链条中的因素。人类活动的任何时刻都存在事实与观点之间的双向联系：一方面，参与者希望了解当前情况（包括事实和观点）；另一方面，他们还希望对当前情况施加一些影响（这同样包括事实和观点）。认知功能和操控功能之间的互动侵入了因果链，导致因果链不能从一组事实直接导引到下一组事实，而是反映出参与者的观点，同时，也对这些观点施加了影响。由于这些观点不是对事实的回应，因此在事件过程中产生了不确定性因素，而这在自然现象中是不存在的。不确定性因素同时影响到事实和观点，而自然现象也不一定是由放之四海而皆准的科学定律决定的。例如，韦纳·海森堡（Werner Heisenberg）的不确定性原理（又名测不准原理，Heisenberg's uncertainty principle）并没有说明量子粒子或波的行为是符合决定论的，而只断言其行为是无法确定的。在社会活动中，也存在类似的不确定性法则。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我是用真理符合论[⊖]和反身性概念来解释社会活动中内在的不确定性因素的。反身性在逻辑学中是指一个事物与其自身之间的关系。我在此借用这个概念来描述一下参与者的思维和他所处境况之间的双向联系。

知识体现为真实的表述。当且仅当一种表述符合实际时，才是真实的表述。这就是真理符合论告诉我们的道理。为了建立符合关系，事实和针对事实的表述必须彼此相互独立。但是当我们自身就是我们所希望认识的世界的一部分时，这一条件是无法满足的。这就是为什么参与者无法基于知识做出决策的原因。面对知识的缺乏，他们不得不诉诸于经验、本能、情感、神灵或其他误区，靠臆测予以弥补。正是参与者的偏见和误判使得事件过程出现了不确定性因素。

上面所说的这一切都非同凡响。一个不解之谜在于：为什么反身性这个概念没有广为接受呢？就金融市场而言，我是知道答案的：反身性概念妨碍了经济学家的理论创造，妨碍了他们像自然科学家解释和预测自然现象那样去解释并预测金融市场的走势。经济学家为了使经济学成为一门科学并维持其地位，竭力把反身性概念清除出其学科体系。我觉得，既然社会活动的结构与自然现象根本不同，那么用牛顿物理学框架来建立经济学模型就是错误的。

谈到事实的其他范畴（realms of reality），我没有太大把握，

⊖ 真理符合论（the correspondence theory of truth），即真理是思想、判断与事实的符合。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因为我的哲学功底不够深厚。我的印象是，哲学家在很多方面都抓住反身性这个问题不放。例如，亚里士多德就提出了理论理性（即认知功能）和实践理性（即操控功能）的区别。作为哲学家，他们过分关注认知功能，却没有对操控功能给予足够的重视。

哲学家们注意到自相关（self-referent）陈述中的认知不确定性问题。这个问题最早是由古希腊克里特岛的哲学家伊壁孟尼德（Epimenides）提出的，他说："凡是克里特岛人都说谎。"这一说谎者悖论最终启发伯特兰·罗素（Bertrand Russell）提出了自相关性陈述和非自相关性陈述的区别。分析哲学家也研究了言语行为（speech acts）上的认知不确定性问题，言语行为是指对某一境况的陈述反过来又对所指称的境况产生了影响。这些哲学家都把兴趣主要集中在问题的认知方面，对社会活动与自然现象在结构上存在差异这一事实却没有给予适当的关注。与之相反，我主要的灵感源泉——卡尔·波普（Karl Popper）却提出了方法统一性原则（unity of method），即应该使用一样的方法去研究自然现象和社会活动。当然，这并非是这方面唯一的观点，但对渴望获得与自然科学家相同地位的社会科学家来说，这个观点甚为流行。然而并不是所有社会科学家都是这么想的。人类学的学者和很多社会科学工作者对自然科学的研究方法甚至连模仿一下都不愿意，正因为如此，他们与那些尝试去模仿自然科学研究的社会科学家相比，影响力要小得多了。

反身性理论意在阐明思想和现实之间的关系，但只能用于解释

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一小部分现实。自然现象的发生和人的思想没有任何关系，所以自然科学就有确定的把握对事物的发生进行解释和预测。而反身性只限于解释社会现象，更确切地说，当参与者无法在知识的基础上做出决策的情况下，这就给社会科学制造了难题，而自然科学却根本不受这些影响。

反身性就像一个圆圈，或者称之为参与者观点与实际事态之间的双向反馈回路。人们并不是根据他们所面对的实际境况做出决定，而是凭着自己对境况的感知和解读做出决策。他们的决策对境况产生了影响（这就是操控功能），而境况的变化往往又改变了他们的感知（即认知功能）。这两种功能不是一先一后，而是同时起作用。如果反馈是有先后次序的，就会形成一个唯一确定的顺序，从事实到感知，再到新的事实，再形成新的感知，不断延续。由于这两种功能同时发生，因此参与者的感知和事实境况就都变得不确定了。我们发现，用这种反身性理论非常有助于解释金融市场的走势。不论我们把它叫做圆圈，还是反馈回路机制，都不过是种叫法，这种双向的互动是的的确确存在的。这个圆圈不代表解释过程出现错误，相反，拒绝这个圆圈的存在才是大错特错，反身性理论就是来修正这个错误的。

社会科学遇到的这种难题不过是参与者所处困境的一种次要的表象罢了。参与者的观点能影响事实进程（未来情况如何受其决策的左右），但参与者又无法基于知识做出决策。他们必须对事物提出观点，但其观点又可能不符合实际事态。不管他们承认不承认，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们都不得不按照自己的信念去行事，而这些信念却又并非源于实际。事情的发展变化过程多半充满了对事实的误读和各种误判，比一般人想象的要严重得多。这一新颖的富有洞察力的观点就是反身性理论所阐发的主要内容。当前的金融危机恰是一个令人信服的例证。

在详细阐述反身性理论之前，为了更好地做些铺垫，我觉得有必要先回顾一下我是怎么从这么多年的经历中总结出这个理论的。读者会发现，这个理论出自我个人的经历。在我年轻时，我就知道，即使前提错误，思想意识也能改变实际境况，我还知道，有时正常的法则会丧失作用，而不正常的法则反而会成为常态。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第2章 一个失败哲学家的自传

THE NEW PARADIGM FOR FINANCIAL MARKETS



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我一直对哲学挺感兴趣。年轻时，我就想知道我是谁，我所生存的世界是什么样的，我生活的意义在哪里，甚至最早听说死亡是怎么回事时，我还在心里描摹了死亡的那一刻。十几岁时我就开始阅读哲学经典。对我影响最大的时期是德国纳粹1944年占领匈牙利之后的那段日子。1947年，我移居到英国。

塑造我一生的是1944年的那场经历。我在此不想详述那些事情，因为我父亲比我做得好。⊖ 想想看，一个成长于中产阶级家庭的14岁少年，仅仅因为他是犹太人，就可能横遭被驱逐或杀戮的命运。幸运的是，我父亲对可能面临的颠沛流离的生活做了充分的准备。他在西伯利亚经历了俄国革命，那段日子也是塑造他一生的经历。当时他还是个血气方刚的小伙子。第一次世界大战爆发时，他志愿到奥匈联军中服役，后来被俄国人俘虏押解到西伯利亚坐牢。他在狱中雄心未泯，成为狱友所办的一份报纸《木板报》（*The Plank*）的编辑。之所以称为《木板报》，是因为手写的文章都张贴在一块木板上。作者会躲在木板后面倾听读者的阅读评论。我父亲那时深受狱友喜爱并被选中当他们的代表。当附近的集中营有一些俘虏越狱逃跑时，其代表就会被枪毙以示报复。我父亲没有在他所在的集中营里坐以待毙，而是组织领导了一群人越狱逃亡。他们的计划是造一个木筏，顺河道漂流到大海。可惜他的地理知识掌握得并不好，不知道西伯利亚所有的河流都将流入北冰洋。顺水漂流了几个星期

⊖ Tivadar Soros, *Masquerade: Dancing around Death in Nazi-Occupied Hungary* (New York: Arcade Publishing, 2001).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后，他们才发现是在向北冰洋逃亡，于是他们又花了数月穿越西伯利亚的亚寒带针叶林才回归文明世界。同时期，俄国爆发了革命，他们又被卷入其中。经过不少艰难险阻，我父亲最终还是设法回到了匈牙利。然而如果当初没有越狱还留在集中营的话，那么他早就返回家中了。

到家后，我父亲完全变了个人。在俄国革命中的经历对他影响很深。他已丧失斗志，除了享受生活外别无他求。他教给孩子们的价值观与我们当时所处的环境格格不入。他不想赚钱，也不追求社会地位。相反，他工作只是工作到有钱买柴米油盐就行了。我还记得我被派去他的大客户那里借了些钱，然后我们去度假滑雪，我父亲在那之后的几周总爱发牢骚，原因是他必须把钱还给人家。尽管我们的日子过得相当富足，但是我们家还算不上典型的中产阶级家庭，然而我们却对自己的与众不同感到十分自豪。

1944年3月19日，德军占领了匈牙利，我父亲意识到非常时期到来，已不能用寻常规律解释了。他找人为全家人，也帮别的一些家庭伪造了身份证明，有些家庭付了钱，有些家庭父亲也没要钱。他们当中有不少人幸免遇难。那些日子是我父亲最闪亮的经历。

揣着假身份证的我度过了一段非常愉快的时光。我们面临灭顶的威胁，身边的人一个个死去，但我们却设法幸存下来，且颇有成就感，因为我们能帮那么多人保住性命。我们与天使并肩拯救人类，我们战胜了无边的苦难。我能感受到危险，但我不认为我们会受到死亡的威胁。那是场十足的冒险，就像经历过《夺宝奇兵》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（*Raiders of the Lost Ark*）的幻境一样。对一个14岁的少年来说，还有什么比这更令人兴奋呢？

纳粹迫害时期的冒险经历过后，随后苏联占领时期的日子开始变得枯燥乏味。起初，冒险经历仍在继续，我们还能在危险的处境中成功地转危为安。瑞士领事馆雇用我父亲成为与苏俄占领军联系的联络官。当时，瑞士负责管理盟军的财产利益，因此那是份很重要的工作。当各派盟军力量都设立其自己的代表机构后，我父亲就隐退了，因为他觉得如果继续为盟军工作就会太出风头。这还真是个明智之举——他躲过了后来的迫害。但对一个习惯冒险的小伙子来说，后来的形势变得很单调、压抑。我也想过，让一个15岁的少年像他50岁的父亲那样去行事有些不利于身心健康。于是我对父亲说我想出去闯闯。他问我："你想上哪儿？"我回答："我想去莫斯科了解共产主义是怎么回事，要不去伦敦，那里有英国广播公司BBC。"我父亲说："我太了解苏联了，共产主义是怎么回事我就可以告诉你"。那就只剩下伦敦可以去了。虽说去那里并不容易，但我还是在1947年9月抵达伦敦。

伦敦的生活有些让人失望。我一没钱，二没朋友。因为以前新奇冒险惯了，我有些自命不凡，但伦敦人并不买账。在人家眼里我不过是个前来谋生的外乡人，我备感孤独，有时还到了钱囊空空如也的境地。一次我到Lyons Corner House吃快餐，结完账就一分钱也不剩了。我对自己说："我跌到了谷底，我必须站起来，这是份宝贵的经历。"从那时起，我下决心不再跌入谷底。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我到英国布伦特福德市（Brentford）的一家游泳池做服务员，边工作边读书思考，直到后来被伦敦经济学院录取。在我读的书中有一本是卡尔·波普的《开放社会及其敌人》（*The Open Society and Its Enemies*）。那本书打动了我，使我深受启迪。波普提出了一个社会组织原则，该原则基于一种认同，即人类无法获得终极真理，我们需要的是一种使拥有不同观点和不同利益的人们和平相处的制度。波普称之为开放社会。由于我这一段时期的经历，我对开放社会的观念深信不疑。

我也深入研究了波普的哲学思想。波普首先并终归是位科学哲学家。他坚持认为，科学理论是无法得到证实的（verified），必须被当做假说去接受证伪（falsification），只要它未被证伪，那么我们就可暂时认为它是真实的。证实和证伪之间的不对称性为使用其他方式无法解决的归纳法问题提供了一个解，这个问题就是：用一些离散的观测结果怎么能证实一个普世真理呢？但是用证伪取代证实，就无须使用这种归纳逻辑了。我认为，这是波普对科学哲学的最伟大贡献。

虽说我深受波普哲学思想的影响，但我也大量阅读了其他书籍。对波普的立场观点我也不是不加批判地全盘接受。我尤其不同意他提出的统一方法论原则——对自然科学和社会科学使用相同的方法和标准。我认为，自然科学和社会科学本质上不同，例如社会科学研究的对象是由有思维的人类参与的活动。这些参与者的决策建立在其不完整的认识的基础上。这种不可靠性使了解社会境况成为一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

件困难的事情；而自然科学则不存在这种问题。为此，社会科学应使用一些不同于自然科学的方法和标准。然而在两者之间仓促地硬性画一道杠杠也是不可能的，例如，进化心理学或药学到底算哪一边？但是，正如我在前面所提及的，自然现象和社会活动之间存在差别这一认识在我世界观的形成过程中起到关键作用。

随着年龄的增长，我的想法不断发展，虽然早在我还是伦敦经济学院的本科生时就已经形成了这一哲学观。我的数学不太好，这也使我对经济学家们采用的数学模型所依据的假设产生了怀疑。完全竞争理论假定人们的知识和信息是完整充分的，而这一假设与波普的论点直接发生冲突，波普认为人对社会的认知与生俱来是不完善的。经济学在发展过程中，不得不放弃完备知识的假设，代之以其他假设，从而形成了经济学理论普遍接受的一般性原理，堪比牛顿物理学。这些假设越来越令人费解，用这些假设所虚构出的世界也仅仅反映了片面的现实，且常常顾此失彼。用数学模型推断出来的市场均衡就是这样的虚构世界。与数学模型相比，我对现实世界更感兴趣，从而促使我提出了反身性的概念。

与牛顿物理学相比，反身性理论不是给出确定的结论，而是找出参与者认知不全面情形中的不确定因素。金融市场的走势并不会趋向公认的均衡状态，而是遵循一个单向的过程。尽管走势图有时候看起来是存在重复的，但实际的过程却是不确定且唯一的。因此，反身性理论又像是一个关于历史发展进程的理论。不过这个理论也断然不会成为科学的学说，原因在于它没有给出确定性的解释或预

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

测，它只是一个概念性框架，用于理解人类的活动，但它对我后来的市场交易经历起到很好的指导作用。再后来，我在金融市场上的成功使我有能力设立一个基金，我的历史观又一次引导我发展慈善事业。

我的哲学思考并没有对我的学业有多大帮助，我的考试差点都不及格。我倒是挺愿意安全地守在学术围墙之内，曾经我还差点在密歇根大学的卡拉马祖分校谋到一个助教职位，但我的成绩不够好，不得不到社会上打拼。经历起初的几次失败后，我最后找了一份套利交易员的工作，先开始是在伦敦，后来在纽约工作。[⊖] 起先，我为了守住工作，不得不忘掉所有学生时所学的东西，但后来我发现大学所学的东西对工作很有帮助，尤其是我可以把反身性理论运用到金融市场交易中，建立一个非均衡情景或是一个涨跌循环的投资形态。当市场出现我所说的远远偏离均衡状态时，我的投资受益颇丰，因为此时公认的一般均衡模型失效了。在发现和利用远离均衡的机会方面我很在行，也受益匪浅。后来我在1987年总结出版了我的第一本书《金融炼金术》（*The Alchemy of Finance*）。在该书中，我详细阐述了我的方法论。之所以称其为炼金术，是为了强调我的理论与当下流行的科学方法的要求格格不入。

我在金融市场上取得的成功在多大程度上受惠于我的哲学思想，这个问题是值得商榷的，很明显的一点是，我的理论并未很肯

⊖ 套利交易是指从相关的市场之间寻找价格差异机会来赚钱。价格差异可能产生在不同地域的市场之间，例如东京、约翰内斯堡与纽约之间；或者产生在不同的证券之间，如可转换债券、权证与普通股之间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定地拿出预测结果。我在管理对冲基金时，面对高风险的境况，经常需要做出主观判断，压力很大，曾因背痛和身心失调症备受煎熬，我从背痛中获得的灵感并不比从我的理论中获得的东西少。不管怎样，我对我的哲学尤其是反身性理论高度重视。我认为它的意义实在重大，对它倍加珍视，同时，我也觉得很难通过文字、书籍向别人去阐述这个理论。无论怎么说、怎么写我都觉得不满意。

要是只用几句话来表达我的这种理念，就像我在本书里所要做的，似乎是对这个理论的大不敬了，好像必须要用一整本书才能说清楚。我对观点的长篇大论，愈发错综复杂，令人费解，直到我连昨晚自己写的东西都看不懂了。我之前说过好多遍，就是在此刻，我放弃了对哲学的探索，回归了生活实际，开始认真地赚钱，但这也让我陷于不利。我后来又重新开始思索哲学问题，一些想法体现在《金融炼金术》一书中，但其中的哲学思索部分受到不少批判，他们认为那不过是一个成功的投机家的自我沉迷和放纵。这就是我为什么说自己是个失败的哲学家的原因。无论如何，我还是坚持我的哲学思考。一次我在维也纳大学做了一次题为“一个失败的哲学家卷土重来”的演讲。我身处一间偌大的报告厅，在一个高出观众席的讲台上俯视观众，那是个权威人士发言的场面，我深受感染，即兴道出了易错性原理（doctrine of fallibility），那成为我演讲中最精彩的部分。

我在阐述理念过程中遇到了一些难题，有些是易错性概念和反身性概念本身与生俱来的问题，还有一些是我自己造成的。回顾起

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来，我对理论的阐述显然不够精确，且往往过多讲我自己的经历，所以，我的理论对一些职业人士的固有观点形成了挑战，于是他们就在技术层面上对我的观点弃之不顾，没有给予任何真正的考量。但同时，也有一些读者能透过我那马马虎虎的修饰性语句，看到背后所要表达的理念和思想，并表示赞赏，尤其是那些金融市场人士，我在投资上所取得的成功令他们希望挖掘背后的原因究竟是什么，而恰巧我模棱两可的表述更激发了他们的好奇心。我的出版商巴不得这样，所以对我的手稿不加编辑就付印出版，希望这本书成为读者顶礼膜拜的对象。到如今，《金融炼金术》这本书市场人士在读，商学院也在教，但在大学经济系里却一本也找不到。

不幸的是，“失败的哲学家”这一说法被那些写我的人采用了，他们中包括我的传记作家迈克尔·考夫曼（Michael Kaufman）。他在书中引述了我儿子罗伯特的话：

我父亲会坐下来，用他的理论向你解释他为什么做这做那。我还记得小时候曾经想，天哪，他讲的一多半都是胡说八道吧。我的意思是说，因为你知道，他对市场或其他东西的立场观点发生了变化，原来都是因为他的背痛让他难受不已造成的，跟理性啊什么的根本没一点关系。他会很认真地讲他的想法，还时不时激动地发一下神经，而这就是背痛的早期预警信号。

如果你在他身边待久了，你就会发现他多半还是个性情中人，但他总是试图在他的情感外面罩上理性的外衣。他生活的常态并不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是克制自己，而是为自己的精神状态找一个合理的解释。这实在是很可笑。[⊖]

我内心存有很强烈的疑问。对我自己的哲学思想，我是很认真的，但我一点也不敢肯定别人也会认真对待。我知道它在主观上对我意义重大，但我不知道它在客观上是否对别人也有所助益。反身性理论只涉及一个问题：思想（thinking）和现实（reality）之间的关系。哲学家们经年累月都在讨论这个问题，在新意和原创上还能搞出什么名堂吗？不管怎么说，既然认知功能和操控功能在现实生活中随处都能看见，那么反身性概念还有什么原创性可言呢？它一定以其他名字存在过。我不精于写作，这更令我很难推导出一个很肯定的结论。但我渴望别人认真地把我当成一个哲学家，而这一热望最后也变成我最难过的一道关。我觉得我有责任不断阐释我的哲学，因为我知道它受到了误解。所有我写的书都存在这个问题。别人引用我的历史观——我通常都把它写在书末，以免挫伤读者的阅读热情——并运用它来观察历史上的现实。随着时光流逝，我逐渐克服了不愿意放弃反身性概念的想法，把我的哲学思想包装成一个简洁的版本，篇幅缩短了，我相信表达也就更清晰了。在我上一本书《易犯错的年代》(*The Age of Fallibility*)里，我在书的开篇就提到了我的哲学。我下决心无论好坏我都把它当做最后一次面对世

⊖ Michael Kaufman, *Soros: The Life and Times of a Messianic Billionaire* (New York: Alfred A. Knopf, 2002), 140.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人，但是我的哲学思想是否值得别人认真对待，我还是没有把握。

后来发生的一件事改变了我的想法。我当时正在尝试回答一个问题：为什么奥威尔（Orwell）在小说《1984》中讲述的宣传手法在美国当代社会还能取得如此成功。在小说《1984》中，“老大哥”（Big Brother）时时盯着你，还有用于对付持不同政见者的“真相署”（Ministry of Truth）和“镇压机器”。当今的美国，思想自由，媒体多元，但布什政府还在设法用奥威尔式的官方宣传语言（Orwellian Newspeak）误导民众。后来我突然意识到，反身性概念对回答我的问题有所帮助。在那之前，我想当然地以为，奥威尔式的官方宣传语言只在奥威尔的小说《1984》所描述的封闭社会中才会出现，因此，我虔诚地信奉卡尔·波普提出的开放社会，即自由的思想和不受限制的表达往往能促成对现实的更透彻的理解。他的观点围绕着一个未表明的假设，即政治话语（political discourse）的目标是为了更好地解释现实世界。但反身性概念中存在着一个操控功能（即前面所说的参与功能），既然用政治话语来左右现实是行之有效的，那么为什么政客在认知功能和操控功能之间还倾向于前者呢？如果说社会科学家这样做是为了获取知识，但对政客而言就不合适了，因为他们的主要目的是当选和维护权力。

这次领悟促使我重新思考什么是开放社会，而此前我几乎是不加批判地就接受了卡尔·波普的这一概念。这次领悟也有些其他好处，它让我坚信我的概念框架具有客观价值，远超出我个人的喜好范围。反身性和易错性的概念非常有助于我们加强理解判断，不是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因为它们本身具有新奇性或原创性，而是通过它们，我们能够发现并驳斥那些广为流传且影响不小的错误观念。其中一个错误观念我称之为启蒙性谬误（Enlightenment fallacy），它假定理性的目的是产生知识。我之所以说它是错的，原因在于它忽略了操控功能的存在。启蒙传统是根深蒂固的，从我自己的经历中就可以看出来。当初我接受开放社会理念时，曾赞同过启蒙性谬误，尽管那时我已经提出了反身性概念，并且认为操控功能非常重要。

我曾经怀疑过我的哲学是否具有客观价值，这一结果让我不再怀疑。此后发生的金融危机给金融体系造成了严重破坏，威胁到经济的持续发展。这是错误观念具有破坏性的生动写照。反身性理论在当下流行的范式之外提出了真正全新的范式。如果反身性理论站得住脚，那么金融市场趋向均衡的认识就是错误的，反之亦然。

我现在已经准备好向公众推出我的概念框架供大家思索评判，我坚信它值得人们关注。我知道我此前的表述中存在诸多缺陷，但我希望在这里已经纠正过来了，我相信读者花些时间和精力来了解一下我的哲学是值得的。如果真是这样，不用说，我将非常高兴。我赚了很多钱，也花在了该花的地方，我觉得很幸运。但我一直想成为一个哲学家，也许我最终能够如愿。人对一生又能有多少奢望呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第3章 反身性理论

THE NEW PARADIGM FOR FINANCIAL MARKETS

读者可能发现本章与前面内容有些重复，读起来有些晦涩。如果读者仅对金融市场感兴趣，那么可以跳过本章阅读。如果读者认为我对当前形势的解释是可信的，也可以回过头来再读本章。在我看来，本章是不可或缺的——比正确解释金融危机重要得多。像彻底易错性（radical fallibility）、易扩散的谬误（fertile fallacies）、启蒙性谬误（enlightenment fallacy）、后现代谬误（postmodern fallacy）等一些概念有助于我们理解当前的形势，这些概念将在本书第二篇的观点中予以体现。►

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易错性

前面既已说明我的概念框架的重要性，那么现在我要着手详述一些复杂的内容，这些内容我在概要介绍中都隐去了。过去很多年，我在自己的哲学思想上花了很大精力。现在我要简述一下我遇到的难题，并总结一下我得出的结论。

在易错性和反身性的区别上，我没有弄得非常清楚。人类是参与者，而不只是旁观者，人类获取的知识并不足以指引其行动，我们无法仅仅凭借知识做出决策。这就是我用“易错性”这个词所刻画的情形。如果没有易错性，也就不存在反身性了（既然人可以基于知识进行决策，反身性情况中的不确定性因素也就消失了），但易错性并不仅仅存在于反身性的情形。换句话说，易错性是更一般化的状态，而反身性是特殊的状态。

人的认识天生就不完美，因为人本身就是现实的一部分，而局部是无法完全认识整体的。对于人们的认识不完美，我的意思是不完整、扭曲且无法给出清晰的定义。人类的大脑无法直接捕捉现实，而只能经由从现实中推断出的信息来了解现实。人类大脑处理信息的能力是有限的，但实际上需要处理的信息却是无限的。人类必须要把能接触到的信息减少到能够处理的程度，故而需要借助各种技巧——归纳概括、明喻、暗喻、习俗、惯例以及其他常规经验等。这些技巧扭曲了所要处理的信息，发展到无法控制的地步，进而使现实变得更加复杂，认识的难度也加大了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要想获得知识，就需要把思维及其客体事实区分开。事实必须独立于人们对它的判断，但是当你是你所要了解的世界的一部分时，就很难做出区分了。你必须把自己放在一个超然物外的位置上从远距离去观察。在到达那个位置的过程中，人类的思维能创造出奇迹，但始终无法完全逾越的一个现实是，人仍旧是自己所认识的对象的一分子。

自从我在50多年前开始构思我的概念框架时起，认知科学在解释人类大脑功能方面已经取得很大的进展。在此我想援引认知科学的两个主要原则，因为这两个原则非常有助于理解我提出的易错性问题。一是根据乔治 · 莱可夫（George Lakoff）的学说，人的意识知觉是人类大脑中新加入的元素，但在动物大脑中是已添加过的因素。二是按照神经科学家安东尼奥 · 达马西奥（Antonio Damasio）的理论，理性和情感是无法分离的。这些特点体现在我们使用的语言上。很多常用的隐喻手法都与动物的基本视觉和运动功能有关，带有一定的情感内涵。好比向上向前就是好的，向下向后就是坏的；清澈明亮就是好的，而浑浊阴暗就是坏的。普通语言对世界的描述不甚精确，情感也不太到位，但在抓住要点迅速决策方面却独具诀窍。逻辑和数学更精确也更客观，但在生命问题上却捉襟见肘。普通语言所体现的意思无法准确描述所要表达的事实，反而使人们生活中面对的事实变得更加复杂。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

反身性

在分析思想和现实之间的关系时，我提出了两种功能，在它们中间建立起双向的联系。由此就导出了反身性概念。

但是，在定义和解释反身性的过程中我遇到了极大的困难。每当我研究反身性时，这些难题就不断地困扰着我。我把思想和现实之间划了个界限，但我想说的是，思想是现实的组成部分。我是在讲事件活动过程和参与者思想之间的双向联系。不同的参与者之间在思想上也存在双向的联系。为了体现这一联系，我必须区分现实的客观方面和主观方面。前者指具体事件，后者指参与者的思想。客观方面只有一个，但主观方面却与参与者的数量一样多。参与者个体之间的关系所具有的反身性特征，比人的感知和事件之间的反身性特征更加明显，原因在于人们了解事件需要时间。

我们了解了客观方面和主观方面的区别后，还必须区分反身性过程和反身性陈述。反身性陈述属于个体之间关系的范畴，这种关系比事件过程更具有反身性。

考虑一个有关客观方面的陈述："正在下雨。"这句话或者是对的或者是错的，不存在反身性。再看一句，"你是我的敌人"。这句话可能对也可能错，这取决于你的反应，因此具有反身性。反身性陈述与自相关陈述类似，但其不确定性并非蕴含在语义中，而是体现在它造成的影响上。最有名的自相关陈述是说谎者悖论，伊壁孟尼德说："凡是克里特岛人都说谎。"如果这个陈述是对的，这位来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自克里特岛的哲学家就没有说谎，因此这个陈述是虚假的。这种陈述造成的影响与双向情感矛盾之间没有关系。相反，在“你是我的敌人”这句话里，陈述的真实性就要取决于你的反应了。

对于反身性过程而言，不确定性是由事情的客观方面和主观方面无法相符造成的。即使认知功能和操控功能是先后发生，而非同时发生的，也会出现反身性。这个过程随时间不断变化，只要参与者的思想和实际事态在过程终了与开始相比都有变化，我们就可以认为存在反身性，变化是由参与者的错误观念或错误理解造成的，这样就使事件过程产生了真正的不确定性，导致无法依据科学法则对情况进行预测。

反身性在金融市场上体现得最明显，也最适合研究，因为金融市场受到这种法则制约，而在其他领域，科学尚不发达。然而即便是在金融市场，能被证明的反身性过程也是间歇出现的。市场每天的变化似乎服从某种统计规律，但偶尔这些规律也会被打破。我们可以分两种情况，一种是平常每天都例行发生的事件，另一种是例外的反身性过程。后者很重要，因为历史可能因此改变路径。这种想法促使我认为，历史性的事件与日常事件的不同在于其反身性，但这一论点站不住脚。历史性事件很多，比如地震就不是反身性的。讨论平常性和反身性的区别就像是同义反复：反身性没有让现实的客观方面或主观方面都保持不变。

鉴于认知科学和语言学取得很大进展，反身性的概念在某种程度上已经被别的概念取代了。反身性只区别两种功能：认知功能和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

操控功能。与那些近年来发展起来的大脑和语言功能精微细致的分析相比，这种区分显得相当粗糙。然而，这个概念并没有失去其实用性。它准确指出了哲学家和科学家对世界看法的分野。他们主要关切的还是认知功能，在操控功能影响认知功能正常发挥作用的问题上，哲学家和科学家往往都视而不见，或故意不予以考量。经济学理论是最好的例子。完全竞争理论的基础是完备知识的假设。当这一假设站不住脚时，经济学家宁愿找一些精致的歪理来维护他们建立的经济学大厦，也拒不承认邪恶的反身性作用。完备知识、完全信息的假设就这样演变成为理性预期学说——它构建了一个虚假的与现实毫不相似的世界。我在第4章将详细讨论这个问题。

人类的不确定性原理

反身性的特点在于它在参与者的思想及其所参与的情境中引入了不确定性因素。反身性有点像韦纳·海森堡在量子物理学中提出的不确定性原理，但二者有一个不同点：量子物理研究的现象中不存在善于思考的人类。海森堡发现的不确定性原理并未改变粒子或波的运动，哪怕只是微小的一点点，但反身性的存在却改变了人类的行为。因此，反身性中的不确定性不仅影响了参与者，也让那些试图构建左右人类行为的普世法则的社会学家们吃了一惊。这种附加的不确定性因素可以称之为人类的不确定性原理，它使得社会科学研究变得更复杂微妙了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

启蒙性谬误

在研究反身性过程中，我遇到最多的难题是，我不得不使用一种前所未有的语言来描述。我尝试着展示参与者的思想与其所处情境之间的双向互联关系，但西方知识界的传统做法则是不辞劳苦地把思想和现实截然分开。其结果是造成二元论和二分法，像精神和肉体、柏拉图理想和可观察现象、观念和实物、陈述和事实等。而我提出的事实的客观方面和主观方面的区别也在此列。

这种二分法的形成是可以理解的，毕竟认知功能的目的就是产生知识，而要形成知识就需要陈述与事实相符。为了建立并符合对应关系，陈述和事实就必须分开，因此，追寻知识就变成把思想和现实分开。这种二分法根源于古希腊哲学，在启蒙运动时期开始左右我们对世界的看法。

启蒙运动时期的哲学家相信理性，他们认为事实是区别于理性单独存在的，希望理性能为事实描绘一幅完整准确的图景。理性的作用就像一盏探照灯，照亮既已存在但被动地等待人们发现的事实。有思想的人类所做出的决定是否会影响事实情境不在其考虑的范围之内，原因是它会妨碍思想与其思考对象之间的分离性。换句话说，启蒙哲学没有考虑到反身性问题。它假想的世界是一个操控功能不对认知功能产生影响的世界，实际上，启蒙哲学根本就没有注意到操控功能的存在。它假定思考的唯一目的就是追求知识，就像笛卡尔（René Descartes）说的："我思故我在"（Cogito ergo sum）。笛

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卡尔不像亚里士多德，他只关心理论理性，完全不理会亚里士多德所说的实践理性，即我所指的操控功能。这会造成对事实的曲解，但在当时那个年代算不上什么。

在启蒙运动时期，人类对自然力量几乎一无所知，对它也没有什么控制手段，但科学方法的出现使人类的前景充满希望，因为它已开始产生巨大的影响力。因此把事实当做躲在那里等待人们发现的事物，这一认识并没有错。无论如何，18世纪对地球的探索还都没有完全开展，收集事实并弄清楚它们之间的关系是很有成就感的事情。当时，人们可以通过各种方式，从各种渠道获得知识，似乎想要多少就有多少。理性一扫几个世纪以来由迷信主宰的局面，以胜利的进展奠定了它的地位。

启蒙运动逐渐深入人心，认为知识是可以无限获得的。在它看来，思想和现实之间只存在单向的联系，现实是独立给定的，当人们做出的判断与事实相符时，就可以说它已经为人们所了解了。这被卡尔·波普称为全面理性（comprehensive rationality）的观点在逻辑实证主义那里达到顶峰。逻辑实证主义哲学（logical positivism）主要兴盛于20世纪初叶的维也纳，它认为只有经过证实的经验判断才是有意义的，形而上的抽象讨论是无意义的。[㊀] 逻辑实证主义哲学家认为事实和判断分属不同的范畴。二者之间的唯一联系就是：正确的判断符合事实，错误的判断不符合事实。在这种情况下，事

㊀ 逻辑实证主义哲学家认为“单身汉是未婚男性”这样的分析推理型判断是个例外，并视其为有意义的。这就为分析哲学的发展扫清了道路。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实是检验真理值得信赖的标准。这就是真理符合论的理论基础。尽管没有全部遗忘，但是逻辑实证主义哲学却几乎忽略了判断本身也可能是事实的组成部分这一点，人们把大量的注意力都放在了说谎者悖论的讨论中。

曾经把路德维希·维特根斯坦从维也纳召唤到剑桥的英国哲学家伯特兰·罗素为说谎者悖论提出了一个解。罗素区分了两类陈述：一是自相关性陈述，二是非自相关性陈述。他认为，由于人们无法准确断定自相关性陈述的真实性，因此不应该把自相关性陈述看做有意义的陈述。这个解可能曾用于维持对事实和陈述之间的简单划界，但它阻碍了人们思考与其相关的问题，甚或忘记了自身的存在。维特根斯坦指出了这个观点的荒谬之处，他在其《逻辑哲学论》（*Tractatus Logico-Philosophicus*）一书的结尾提到，看懂了这本书的人必须意识到它是无意义的。此后不久，维特根斯坦放弃了对理想化逻辑语言的追求，开始研究普通语言的机理。

易扩散的谬误

启蒙运动对理性的信仰并未被证明是完全合理的，但其产生了十分不寻常的结果，这已足够支撑启蒙思想在其后两个世纪仍受到重视。区分思想和现实就是一个易扩散的谬误。这不是唯一的例子，易扩散的谬误在历史上比比皆是。我认为所有文化都建立在易扩散的谬误之上。之所以说这些文化具有生命力容易扩散，是因为它们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在缺陷暴露之前已经兴盛起来并产生了正面的效应；之所以说它们是谬误，是因为我们对现实的认识天生就不完美。我们当然有能力获取知识，但是如果知识被证明是有用的，那么我们往往会过度使用知识，把知识应用到它解释不了的领域，此时就变成谬误了。启蒙运动时期发生的就是这种情况。启蒙运动的理念在西方文化中根深蒂固，无法动摇，甚至那些对启蒙运动颇有微词的人，其写作风格也深受启蒙运动的影响，我本人就是如此。

波普的科学方法论体系

卡尔·波普的观点属维也纳学派（Vienna Circle），但他不是该学派的正式成员。他爱挑维特根斯坦的错误，不同意维特根斯坦关于全面理性的观点。波普认为，理性并不能在不加怀疑的基础上概括出真理，并且科学定律也不能得到证实，原因在于，无论接受观察的个体有多少，人们都不可能用演绎逻辑方法从个体的观察结果中推断出普遍有效的命题，科学方法采用的是全面怀疑论（comprehensive skepticism）的态度，因而很有效。科学定律应该被看做假说，直到被证伪之前都是暂时成立的。

波普建立了一个干净利落、简洁优美的科学方法论体系，包括三个要素和三个环节。三个要素是初始状态、最终状态、普遍有效的命题即科学定律。三个环节是指预测、解释、检验。当初始状态与科学定律相结合时，就能进行预测。当最终状态与这些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

科学定律相结合时，就可以进行解释。此时，预测和解释都是对称的、可逆的。

该体系少了一部分，就是对科学定律的证实。波普在我们对科学方法的理解上所做出的特殊贡献正在于此。他提出，科学定律不能被证实，只能被证伪。这是检验环节的职责。科学定律可以一一对比初始状态和最终状态来检验。如果它们不符合正在接受检验的科学定律，则该科学定律就被证伪。一项判断和陈述如果没有经过证伪就不应被当做科学。出现一次不符合就可以否定一个命题，但无疑不管有多少符合的例子都不足以证明一个命题的正确性。因此，证实和证伪之间不是对称的。预测和解释之间的对称性、证实和证伪之间的不对称性、检验的作用是波普体系三个突出的特点。

波普关于科学定律无法证实的观点解决了用其他方法解决不了的归纳难题。我们相信太阳明天将从东方升起，难道只是因为自人类记事开始太阳每天都从东方升起吗？波普的方法论体系不要求证实，他把被证伪之前的科学定律均当做暂时成立的定律。无法经过证伪的命题就不能称为科学。这种说法强调了检验在科学方法论中的核心地位。他的方法论体系成为较真型思维的典范，有利于推动科学的发展、进步和创新。

波普的体系受到职业哲学家的批判。例如，波普认为检验越严格，能通过检验的命题就越有价值。哲学家质疑这一点，提出能否对检验的严格程度和命题价值进行度量的问题。不管怎样，波普的观点对我来说很有意义，我可以援引自己在股票市场的经历来证明

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他的观点。在1986年的储贷危机中，市场上极度怀疑一家名为按揭保证保险公司（被谑称为魔术公司“MAGIC”）的按揭贷款保险商能否挺过这场危机。当时该公司股票猛烈下跌，而我却在买入它的股票，因为我相信该公司的业务经营模式是稳健的，能经得起这场严苛的检验。后来我的判断正确，为此大赚特赚。总的来说，一个投资理念越是与公认流行的观点相左，一旦判断正确，你的财务回报就越大。正是基于这样的理由，我才宣称我心悦诚服地接受波普的方法论体系，而非哲学家的理论。

摒弃“方法统一性”原则

波普认为终极真理是无法通过理性获得的，尽管如此，他还是坚信他所谓的科学方法统一性原则，即社会事务和自然现象的研究方法和标准应该是一致的。为什么要这样？社会事务参与者的行为建立在错误理解的基础上。因为他们容易犯错误，所以致使社会事务中增添了不确定性因素，但对自然现象研究却没有影响。我们应该看到此间的差异。

我试图用反身性的概念来解释这种差异。罗素和其他哲学家已经广泛分析过自相关的概念，但自相关仅仅属于陈述的范畴。如果说陈述和事实的分离是对现实的扭曲，则在事实的范畴也必然有类似的情况。这就是反身性概念想要表达的关系。J. L. 奥斯丁（J.L. Austin）和约翰·瑟尔（John Searle）在他们关于言语行为理论的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

著作中，曾经在一定程度上探讨过这个概念，而我是以更宏观的视角来看待这个概念。反身性是个双向反馈机制，不仅对陈述有影响（表现为真理价值无法确定），也对事实有影响（通过把不确定性因素引入事实过程）。

尽管我专注于反身性概念，但我还是没有在波普的开放社会概念中找到一丝破绽。政治话语的使用不一定是为了追求真理。我相信我和波普在追求真理上都犯了错误，因为我们都对追求真理太过全神贯注。幸运的是，这些不算致命性错误，因为批判性思维并未被削弱，而且错误是可以改正的：我们能发现自然科学和社会科学之间的区别，我们可以把追求真理作为开放社会的必要条件之一。

在对现实的态度上，后现代派的观点要危险得多。这派观点胜过启蒙运动观点，他们认识到现实是可以受到操控的，但他们并未把追求真理作为必要条件。其结果是，对现实的操控得以顺利推进不受任何约束。为什么说它很危险呢？因为如果理解不正确的话，往往导致操控结果与操控者当初的设想大相径庭。举一个有关操控的实例，美国总统乔治 W. 布什利用向恐怖主义宣战的机会，捏造借口侵略了伊拉克，其后果与他当初预期的恰恰相反，他曾冀望在战争过程中宣扬美国至高无上的优越感，在政治上获得支持，但结局却导致美国的实力和声望急剧下滑，在政治上也丧失了拥趸。

为提防操控的危险性，对卡尔·波普当初提出的开放社会概念做些修正是非常重要的。对波普视为当然的东西应该作为显性的必

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要条件。波普认为，批判式思维的目的是为了更好地理解现实。这对科学来说是对的，但在政治上未必如此。使用政治话语的主要目的是获得权力并保住权力。没有认识到这一点，就不太可能登上权力宝座。要想说服政客更多地关注现实，唯一的途径就是让选民去坚决主张这一点，对那些选民认为诚实守信、见解深刻的人给予奖赏，而对那些故意欺骗的人施以惩戒。换句话说，选民需要比现在更加坚定地追求真理。如果没有这种坚持，民主政治就不会产生期望的好结果。一个高尚的开放社会，需要它的人民也一样高尚。

追求真理

既然现实是可以被操控的，要想比启蒙时代更加坚持追求真理就变得难上加难了。首先，证明什么是真理的难度更大了。启蒙时代认为现实是给定的，不受其他影响，因而是可知的。但当事件的进程受到参与者的偏见和错误观点的影响时，现实就变成了移动靶。其次，为什么对真理的追求要优先于对权力欲的渴望，这可不是想做就能做到的。就算是选民相信这一点，谁又能保证政客是诚实的呢？

尽管如何让政客诚实守信的问题仍未解决，不过反身性概念还是能为这个问题提供部分答案。它告诉我们，追求真理是重要的，恰恰是错误观点导致了非蓄意为之的负面结果（unintended adverse

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

consequences)。不幸的是，人们并没有对反身性概念给予正确的理解。启蒙思想传统和最近以来的后现代思潮对人类的世界观能有这么深远的影响，就是明证。人们对思想和现实之间关系的认识是扭曲的。启蒙思想忽视了操控功能的存在。后现代方法则走到了另一个极端，由于把现实看做一些相互矛盾叙述的集合，因此后现代思潮没有对现实的客观方面给予足够重视。反身性概念有助于找出二者究竟缺了些什么，但要对纷繁复杂的现实进行完美表述，反身性还差得很远。反身性概念的主要问题在于，它试图描述彼此独立的思想和现实之间的关系，而实际上思想又是现实的一部分。

我经历过德国纳粹统治，也在共产主义体制中生活过，还在金融市场上做过投机生意，所以我对客观现实有着相当全面的认识。在你无法掌控的外部现实世界里，与在金融市场上赔得一塌糊涂相比，更能教给你东西的，就只有死亡这一件事了。但死亡又称不上是人生的阅历。对那些把大多数时间荒废在电视节目、电子游戏和其他娱乐活动等虚拟现实中的大众而言，当然很难有这样的经历了。值得一提的是，美国人想尽办法拒绝或忘掉死神的光顾。但是，如果你不理会现实，现实往往会找上你。看看吧，反恐战争导致的非蓄意为之的负面结果就真切地呈现在你的眼前，合成金融产品组成的虚拟现实也已经把我们的金融体系破坏殆尽，赶快把反身性的概念带回家去研究吧，难道还有比现在更合适的时机吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后现代思潮

我直到最近才对后现代思潮有所关注。我没有去研究，也没有彻底弄懂，但我不愿意去考虑它，因为后现代思潮似乎与反身性概念相冲突。我把后现代世界观看做对过于相信理性的启蒙思想的过度反应的结果。我认为后现代思潮与集权主义意识形态以及封闭社会之间并不存在直接的联系。但如果对各派观点持宽容的态度，可以预见后现代思潮很可能导致集权主义的兴起。近来，我改变了主意。我现在认为后现代思潮和布什政府的意识形态之间存在某种直接联系。这种判断来自罗恩·苏斯金德（Ron Suskind）2004年10月在纽约《时代》杂志上发表的一篇文章。文中写道：

2002年夏天……我与布什的一位高级顾问见了面。他说出了白宫［对苏斯金德撰写的《忠诚的代价》（*The Price of Loyalty*）一书中关于保罗·奥尼尔（Paul O'Neill）的传记[⊖]］的不满，而后又对我说了一些当时我没有完全听懂的话——但我现在认为那道出了布什执政的本质。

那位助理告诉我，像我这样的人属于“依现实行事的那伙人”，他把我这样的人定义为“相信通过对看得清的现实的谨慎研究能找到解决办法”的人。我点头表示同意，并讲了一些启蒙思想原则和经验主义原则。他打断我的话：“世界早已不再那样运转了，”他说，

⊖ Ron Suskind, *The Price of Loyalty: George W. Bush, the White House, and the Education of Paul O'Neill* (New York: Simon & Schuster, 2004).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“我们现在是一个王国，当我们采取行动时，我们就创造了自己的现实。而当你开始谨慎地研究这些现实时，我们已采取其他行动了，于是又创造了新的现实，你又可以展开新的研究，事物就是这样分门别类的。我们是历史舞台上的演员，而你、你们这伙人都只能跟在我们后面研究我们做了些什么。”[⊖]

这位助理大概就是卡尔·罗夫（Karl Rove），他不仅发现真理可能受到操控，还进而把操控真理作为一个利器。这就直接对真理的追求产生了不良后果，使追求真理变得微不足道，并且由于真理时常受到操控，所以追求真理也变得更加困难了。按照罗夫的方法，通过操纵舆论能提升总统的权威和特权，从而限制住自由。这就是布什政府宣布实施反恐战争背后的小算盘。

我相信反恐战争是对罗夫意识形态危险性的极佳写照。布什政府以反恐的名义入侵伊拉克，这是最成功的操控范例之一。然而，其结果无论对美国还是对布什政府都完全是灾难性的。

公众现在觉醒了，好像刚做了一个噩梦。从过去的经历中能得到什么教训呢？现实就像个难对付的工头，要想操控他无疑是冒险给自己找别扭。我们采取行动的结果往往背离我们的初衷。无论我们多么强大，我们都无法把自己的意志强加给世界：我们需要去主动理解世界是如何运转的。完备知识虽无法企及，但我们必须努力地尽可能地向其接近。现实是个移动靶，我们要跟随它的脚步移动。

⊖ Ron Suskind, “Without a doubt,” *New York Times Magazine*, October 17, 2004.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一句话，要尽可能去理解现实，而非操控现实。

照目前的情况看，对权力欲的追求凌驾在了对真理的追求之上。波普及其追随者——也包括我——犯了个错误，我们把追求真理视为想当然的事情了。发现这个错误，并不会让我们放弃开放社会的理念。相反，布什政府的所做所为更促使我们坚持把开放社会作为合意的社会组织形式目标。但是，我们必须修正开放社会的定义。除了那些我们耳熟能详的自由民主特征——不受干涉的选举、个人自由、权力制衡、法治等——开放社会还需要选民坚持要求政客符合一定程度的正直和诚实标准。这些标准应该事先精心细化论证，然后再为社会广泛接受。

政治话语的标准

卡尔·波普，这位科学哲学的奠基者和终结者，为科学话语和实验精心设计了一套标准。举例说明，要想称之为科学，其定律需要经过证伪，实验应该能够得到复制。科学方法的标准不能直接用于政治领域，但可以作为建立政治规则的例子进行参照。

我们认为科学和政治之间有两个关键的差异。一是政治更关心对权力的追求而非对真理的追求。二是在科学的衡量上，有客观独立的标准，例如可以依据事实来判断一个陈述的真理性或正确性。在政治上，事实常常随着参与者的决策变化而变化。反身性概念的出现，使波普的科学方法模型出现了破绽。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在《金融炼金术》一书中，我反对波普的方法统一性原则。我认为，反身性的存在使得社会科学无法满足自然科学的标准。既然事件过程本来就是不确定的，怎能期望用科学方法得出可以反过来提供确定性预测和解释的命题呢？我们有时必须诉诸于直觉，接受各种不同的结果，而不是非要达成确定的预测不可。回顾过去，我可能在探求社会科学家的作用方面花了太多精力，而对社会环境参与者的作用重视不够。这也是我为什么没能发现波普开放社会概念缺陷的原因，那些缺陷包括政治更关心追求权力，而非追求真理，等等。我现在正在纠正错误，提出把诚实和尊重事实作为开放社会的明确要求。

不幸的是，我没有一套精巧的公式来求证这些要求如何得到满足。我只能把这当成一个尚未求解的题目。其实这并不奇怪，这个问题不是单个人能解得了的，它需要社会公众态度的改变。㊀

我相信，与现在相比，在美国民主社会的前200年里，政治话语遵循了更高的真理性标准，对敌人的观点也给予了充分的尊重。我发现老年人通常对往昔时光有着比现今更好的评价，但就这个问题我想我可以用启蒙性谬误来证明我的推断。只要人们信仰理性的力量，人们也就信仰对真理的追求。由于我们发现现实是可以受到操控的，所以这种信仰也就动摇了。

这导致了一个荒谬的结果，政治上的高标准建立在错觉之上。

㊀ 伯纳德·威廉姆斯（Bernard Williams）在其《真理和真实性：关于系谱的论文》（普林斯顿大学出版社，2004年）一书中进行的讨论颇有价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现实是可以受到操纵的，我们发现了这个真理，但它却破坏了我们已经建立起来的高标准。考虑到罗夫所说的话，更加重了这种荒谬性。罗夫所强调的竟然是些陷于启蒙性谬误中的观点，这些观点的流行，靠的是逻辑推论，而不是诉诸于事实以外的情感。反恐战争之所以成为最有效的标语口号，原因在于它触动了民众内心深处最强烈的情感——对死亡的恐惧。

为了重建那些过去曾经广为流传的高标准，人们应当认识到，尽管现实可能受到操控，但是现实是不可忽视的。换句话说，人们必须向反身性概念妥协。这可不是件容易的事，因为从反身性角度下观察的现实要比启蒙运动思想所追求的现实复杂得多。现实实在是太复杂了，人们根本无法完全弄懂。但是，与启蒙运动时代一样，对我们来说，寻求一种对现实更透彻的理解一直都很重要。因此，接受反身性概念将使我们向前迈进一大步。这就是我在上一本书[⊖]里想要表达的观点，当时我说，我们需要从理性的时代走向易错性的时代。

彻底易错性

接受并运用好易错性和反身性这两个概念都不太容易。作为参与者，我们常常需要做出决定并采取行动。但是，如果我们意识到自己的想法可能是错的，并且行动也可能无意中造成负面效果，我

⊖ 上一本书是指《易犯错的年代》。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们怎样才能比较有把握地采取行动呢？要是能有一个坚持终极真理的原则或信仰体系供我们参照就好了。但遗憾的是，理想化的东西并不一定能得到，终极真理是人类目前的智识无法企及的。那些声称已掌握了绝对真理的意识形态一定是错误的。只有看到这一点，才能阻止人们接纳此类意识形态。

无法获得终极真理的说法并不排斥宗教观念。相反，当获取知识的能力到达极限时，信仰的大门便会敞开。如果我们不能依据知识做出决策，就相当于承认我们无法避免对信仰、宗教或世俗观念的依赖。宗教信仰在历史上的地位一直举足轻重，只是从启蒙运动以来成为例外，崇尚理性的光芒暂时盖过了宗教信仰。因此，20世纪是由非宗教的世俗意识形态主导的。既然启蒙运动世界观中的谬误因素显得越来越突出了，宗教信仰的地位便又一次变得显赫起来。

科学在本质上也是一种意识形态，但因其无法证伪，故既无法驳倒宗教信仰，也驳不倒世俗观念。然而，我们在行动时，最好先假定我们可能是错的。即便宗教教义无法被证明是错的，我们的理解也不能被证明是正确的。

说到这里，我一直在循着波普的思路阐述，我倒希望再进一步挖掘一下。波普认为，我们可能是错的，我在分析时用的假设是：我们肯定是错的。我称之为彻底易错性原理。我的论据是：我们能够对现实有一定程度的理解和领悟，但我们了解得越多，未知的领域也会越多。面对这个移动靶，我们往往会把自己所学到的林林总

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总的知识过度地应用到某些领域，而这些知识其实已不再具有解释力了。因此，即便对现实的合理解释也会注定被曲解所取代。这个观点有点像彼得原理（Peter Principle），彼得原理是：有能力的员工会被提升到更高一级的职位，直到他不能胜任的职位为止。

我的观点在认知语义学那里得到了支持。以乔治·莱可夫为代表的部分学者认为，语言是用隐喻象征来表达，而不是依靠严格的逻辑表达。隐喻是指把从一个情境中的观察结果或属性特征移植到另一个情境中，但很难避免的是这个移植过程会一步步走得太远。这一点在科学方法中看得最清楚。科学是获得知识的最有效、最成功的途径。同时，它也与“我们肯定是错的”这样的彻底易错性假说相抵触。但这个过程走得太远了，由于自然科学取得了成功，社会科学家们就会想方设法去模仿自然科学的研究方法。

再看看古典学派的经济学理论，其使用的均衡概念其实就是对牛顿物理学模仿的结果。在金融市场上，预期是起到关键作用的，如果认为市场会趋向均衡，那就是不符合现实的。理性预期理论更是离谱，认为营造了一个均衡成为常态的世界，在这个世界里，现实要服从于理论而不是理论去适应现实。这就是彻底易错性所造成的结果。

社会思想家的研究无法达到科学方法的规则和标准，但是他们还是寻求用科学的外衣加以包装以获得承认。西格蒙德·弗洛伊德（Sigmund Freud）认为自己的理论在他所处的领域能决定事物的发展进程，因为它是科学的理论。（当时人们认为科学定律是确定性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的）。波普则揭开了他的面纱，并说明他的理论无法根据波普的框架接受检验，因而也就不是科学的理论。但是，波普并没有深入探索。他没有发现社会现象研究遇到自然科学研究中所没有遇到过的障碍——反身性和人类的不确定性原则。一般均衡理论和理性预期理论距离现实太遥远了，这说明，一种能导出合理结论的研究方法如果被过度使用的话，该方法就不再有用了。

假如我所持的异议都能得到广泛支持，且一般均衡理论和理性预期理论遭到抛弃的话，它们就不再是彻底易错性的例子了。这也反映出我的理论的致命缺陷：它不一定正确。如果说波普走得还不够远，那我就是走得太远了。我们不可能处处都犯错，错误观念是可以得到纠正的。

我的理论怎么办呢？它就是个易扩散的谬误。它不可能正确，否则就会落入说谎者悖论的境地。如果说它是科学理论，那它将被证明是错误的，因为按照波普的方法论框架，一个反例就足以对一个理论证伪。但是彻底易错性并不是科学理论，它只是个有待论证的假说（working hypothesis），不过同时它的解释能力相当强大。彻底易错性理论有助于识别那种刚开始看起来自我强化但后来却弄巧成拙的事物进程，因为这个理论假定，有用的理论会被过度应用，直到其丧失作用为止。其实在我的投资生涯中，我识别出的忽涨忽跌过程比实际发生的要多。通过试错法我对其中多数都不予理睬。彻底易错性原理强调的是，参与者对现实的理解与真实现实之间存在鸿沟，并把错误观点作为历史因素加以重点关注。这样，对历史

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就可以有一个启发性的独到解释。当前发生的事件就是佐证。我认为反恐战争是个错误观点，或错误的隐喻提法，致使美国声名狼藉，让世界也不得消停。目前发生的金融危机也是因错误理解了金融市场的功能所造成的。

彻底易错性和易扩散的谬误这两个概念是我的思想特征。它们乍一看给人以负面印象，但其实不是。不完美的事物恰恰是可完善的事物，彻底易错性说明还有很大的改进空间。在我的定义里，开放社会是个不完美的社会，是个有待进一步完善的社会。开放社会催生希望和创造力，尽管开放社会时常会受到冲击威胁，历史上也不乏令人失望的经历。不完美的理解、彻底易错性、易扩散的谬误——尽管都是些听起来让人不舒服的词汇，但我对生活还是相当乐观的，主要是因为我的概念框架总会引导我不断使生活变得更加美好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第4章 金融市场的反身性

THE NEW PARADIGM FOR FINANCIAL MARKETS



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书到此为止，我都在介绍抽象的理论。我认为，在思想和现实之间存在一种双向互动联系，当其同时影响对方时，就会给参与者的思想以及事件的进程带来不确定性。我把这叫做双向互动的反身性，它使独一无二的历史性进程有别于那些平凡单调的日常事物。现在，我必须提出一些具体的证据，来说明反身性状态是实际存在的，并且在历史上非常显著。

为此，我先不提政治历史，而是从金融市场讲起。金融市场是个非常好的实验室，因为价格及其他数据资料都是公开的、定量化的。当然，政治和历史领域也存在大量的反身性状态，但表达和分析起来要更困难一些。拿金融市场做实验的好处主要在于，我的反身性理论与公认的“金融市场趋于均衡”一类的理论之间是存在直接冲突的。如果均衡理论是对的，反身性理论就不成立。同样，如果反身性理论是对的，均衡理论就不成立。我们在描述金融市场的行为时，需要将其解释成某种历史进程，它是不可预测的，并不服从于某种永远成立的法则。如果这一观点对金融市场适用，那么对其他历史事件也会同样适用，因为后者遇到的反身性问题还要少一些。

我最先对外提出金融市场的反身性理论是在《金融炼金术》一书中，然而我的理论当时并没有引起太大反响，现已时过境迁了。经济学家已经意识到现有的理论范式存在缺陷，但却没能推出一种新的范式。2007年8月爆发并造成大面积金融动荡的次贷危机将对新范式的产生形成一定的推动。我相信，越来越多的人会注意到反

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

身性现象，而我的理论则对此具有重要的解释作用。当前，我们所面对的现实，在金融市场和全球经济中逐步显现出来的反身性过程是一个不容忽视的因素，如果我们对其理解认识不到位，结局将是非常危险的。在这种情况下，为了避免出现负面的结果，我们对认知功能给予的重视程度应该超过操控功能。在此，我仅对我的理论做些一般性阐述，我在第二篇中将结合现实进行应用分析。

均衡理论

经济学理论希望仿效自然科学的研究方法，意在从经济现象中归纳建立一个永远成立的一般性原则，并反过来再应用于对经济现象的解释和预测。一个突出的例子就是完全竞争理论模仿牛顿物理学，规定市场价格就是供给和需求达到均衡时的价格。该理论就像欧几里德几何学一样被当做公理体系的一部分，但是它实际上依赖于假设，其所有的结论都是在这些假设的基础上通过逻辑推演和数学运算得出来的。假设要求的是一些理想化的状态，但其结论却与现实世界息息相关。完全竞争理论认为，在特定的情况下，人类不加限制的追求自利的行为会导致资源的最优配置。当每个企业都在边际成本等于市场价格上从事生产，而消费者都在边际效用等于市场价格上消费时，市场就会达到均衡点。通过数学运算可以发现，均衡状态是使得所有市场参与者利益最大化的状态。这条原则就是19世纪自由放任（laissez-faire）经济政策的理论根基，也是里根总

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

统执政时期广为流传的“市场魔力”信仰的理论基础。

均衡理论在最初形成时的一条重要假设就是人类具有完备知识（perfect knowledge）。其他假设还有：产品的同质性、可分性，以及参与者众多，任何一个买方或卖方都无法左右市场的价格。完美知识的假设不仅与反身性概念直接存在冲突，也与卡尔·波普所坚持的认知不完善理念背道而驰。就凭这一点，我在学生时代就开始怀疑均衡理论了。古典经济学家对完美知识的执着痴迷程度一点也不亚于波普反对它的程度。他们其实就是在我所谓的启蒙性谬误中执迷不悟。当这种认识论问题浮出水面，其拥护者又不得不换用一个更中性的概念：信息。现在，他们把均衡理论的假设表述为完全信息（perfect information）了[⊖]。

遗憾的是，这一假设没能对均衡理论的结论构成有效的支撑。为了弥补这一缺憾，当代的经济学家诉诸于某种精巧的工具：他们坚持认为，需求曲线和供给曲线是分别独立给定的。他们并不认为这是假设条件，而是其所宣扬的方法论的根基。他们认为，经济学的任务是研究供给和需求之间的关系，而不是分别研究它们自身。需求也许适合心理学家去研究，而供给似为工程师或管理学家的研究对象，它们各自都不算经济学的研究范畴。因此，供给和需求都应视为给定的。[⊜] 我在学生时代老师就是这么教的。

但是，如果我们不再追问供给和需求分别给定的含义是什么，

⊖ George Stigler, *Theory of Price* (New York: Macmillan, 1966).

⊜ Lionel C. Robbins, *An Essay on the Nature and Significance of Economic Science, 3d ed.* (New York: New York University Press, 1984).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那就需要再提出一个假设。否则，供给曲线和需求曲线是从何而来的呢？我们看到这一假设被伪装成为一个方法论的工具，参与者只根据其偏好的大小做出选择，其潜台词似乎在说参与者知道他们的偏好和选择都是什么。

我在下面还要说，这个假设是站不住脚的。不能认为供给曲线和需求曲线的形状是分别给定的，因为二者都隐含参与者对事件的预期，而事件本身也是由于他们自己的预期而形成的。除了金融市场，没有别的场合能更明确地体现预期的作用了。做出买卖决策是基于对未来价格的预期，而未来价格反过来又受到当前买卖决策的影响。

如果你认为供给和需求是由与市场参与者的预期无关的力量决定的，你就大错特错了。在教科书上，需求曲线和供给曲线的获得仿佛来自于经验证据，但事实上几乎不存在供求曲线给定不变的证据。无论谁在价格持续波动的市场上交易，都会知道，市场参与者会在很大程度上受到市场变化的影响。价格上涨常常吸引买盘，反之亦然。如果供求曲线都是给定的，不受市场价格影响的话，自我强化的趋势怎么能持续成立呢？随便到商品、股票和外汇市场上看一眼都能证明，自我强化的趋势是市场的规律，而不是特例。

市场上发生的情况可能影响到供求曲线的形状，这个观点似乎与那些古典经济学追随者的观点不尽相同。需求曲线和供给曲线共同决定了市场的价格。如果两条曲线本身受市场的影响，价格就不是唯一确定的，均衡也就不存在了，代之以价格的不断波动。这个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事实完全是破坏性的，它会使经济学理论中所有的结论都脱离现实世界。正是为了避免出现这种后果，才有了让供求曲线分别给定的方法论工具。因为如果说得太清楚，供求曲线独立的假设就站不住脚了，所以要用这种方法论工具来进行模糊处理，这听起来是不是有点儿阴险呢？

从学生时代以来，我发现经济学家们一直在竭尽全力把预期因素纳入完全竞争理论。后来他们发明了理性预期理论。我不能不懂装懂，因为我连学都没学过。如果我的理解是正确的，那么理性预期理论认为，市场上追求个人利益的参与者在做决策时，假设其他市场参与者也在从事同样的行为。这听起来似乎在理，但实际不然，因为参与者不是本着实际个人利益最大化在行事，而是本着他们想象中的个人利益最大化在行事，这两者不是对等的。行为经济学所做的实验雄辩地证明了这一点。[㊀] 市场参与者的行动其实建立在不完整的理解的基础上，而他们的行动会导致出乎意料的结果。预期与结果之间，即事前（ex ante）与事后（ex post）是不相符的。如果你采取行动的假设是二者之间不存在差异，那就是不理性的。[㊁]

理性预期学派为了克服这个难题，宣称市场整体上总是比单个市场参与者了解更多的信息，这些信息很充分，所以市场总是正确

㊀ Daniel Kahneman and Amos Tversky, “Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk,” *Econometrics* (March 1979): 263-91.

㊁ Roman Frydman and Michael D. Goldberg, *imperfect knowledge economics: Exchange Rates and Risk* (Princeton: Princeton University Press, 2007); Roman Frydman and Edmund Phelps, *Industrial Forecasting and Aggregate Outcomes: Rational Expectations Examined* (Cambridge : Cambridge University Press ,1983).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的。人们可能会犯错误，而且错误的理解还会导致随机性波动，但分析到最后会发现，所有的市场参与者在研究市场运行规律时用的都是同样的模型。如果用不同的模型，参与者会总结经验，到最后还是趋向用同一个模型。我认为这一理论离现实太远了，所以不愿意花时间去研究它。我用的是另一个模型，而且取得了相当大的成功，这使得理性预期理论看起来很可笑，因为我的投资业绩远远超过“随机漫步”理论所允许的偏离值。

自相矛盾的理论

我认为，金融市场总会犯错，因为它在运行过程中存在一种流行的偏见，在正常情况下，往往能够自我纠偏，但偶尔，这个流行的偏见会影响市场价格，也会影响市场价格所反映的所谓的基本面，因此最终还能证明其正确性。对于这个观点，那些沉浸在现有范式中的人很难理解。很多批评反身性理论的观点认为，我不过是在反复唠叨一些显而易见的事，例如参与者的偏见会影响到市场价格。但是反身性理论的关键点却不是一眼能看透的。反身性理论认为，市场价格能影响基本面。那种认为市场总是正确的想法不过是个错觉，这种错觉之所以存在，是因为市场价格既是对基本面的反映，又对基本面产生了影响。基本面的变化会强化预期的偏见，这构成了一个先自我强化，最终又自我抛弃的过程。当然，这种暴涨—暴跌的轮替并不总是发生。更多时候，流行的偏见会在影响到基本面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之前自我纠正，但这种情况发生一次就足以证明理性预期理论站不住脚了。当这种情况发生时，暴涨—暴跌过程就会造成历史性的影响。20世纪二三十年代的大危机时期就是这样，目前正在经历的危机也是这样，只不过形式上有了些变化。

在《金融炼金术》一书中，我援引了很多暴涨—暴跌过程或金融市场泡沫的例子。每个例子都涉及市场估值和所谓基本面之间的双向反身性联系，这种联系在它们之间促成某种捷径（short circuit），市场估值既是基本面的反映，又对基本面产生了影响。这种捷径可以通过增大权益杠杆的方法实现，即在价格存在泡沫时发新股，更多的时候则是发债券。很多例子但不是所有的例子都涉及房地产，既有商用地产，也有居民住宅。银行主动愿意提供贷款影响了抵押品的价值。20世纪80年代国际银行业经历的危机中，主权借贷领域出现了寻求致富捷径的问题。尽管未涉及抵押品，但银行主动愿意对外放贷对所谓的债务比例产生了影响，而债务比例是一国借款能力的决定因素。

20世纪60年代的跨业并购浪潮

作为对冲基金经理，在我早期的成功业绩中，有一个阶段是利用了20世纪60年代末开始的多元化综合经营浪潮。这场浪潮发生在越战之后，当时，一些高科技军工企业意识到它们在战争期间享受到的高速发展在越战结束后将不再持续。像Textron、LTV、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Teledyne等公司开始用它们估价相对较高的股票去收购民用企业，随着它们的每股收益增长加快，它们的市盈率（价格/盈利比率）成倍增长，而不是缩小。这种收购浪潮不断扩张。它们成为这种发展模式的开拓人。这些公司的成功引来了仿效者。从那以后，即使是业务最单一的公司仅仅通过并购运作，也能获得更高的市盈率。到最后，一家公司只要许诺对外收购并善加利用，就能获得更高的市盈率倍数。

管理层发明了一些特殊的账务处理技巧，使并购的好处看上去更加夺目。他们还把收购来的公司改头换面：运营流程重组、卖掉原有资产、整体目标集中于税后利润指标等，但是与收购本身对每股收益的影响相比，这些改变都无关紧要。

投资者对此趋之若骛。最初，投资者判断各家公司的价值时多看其业绩，但是渐渐地，联合大企业被当做是一个团体。新的投资族兴起了，他们就是对冲基金经理，或者叫枪手（gunslingers）。对冲基金经理与联合大企业的管理层直接建立热线联系，联合大企业也直接向基金经理配售所谓的限售存信股票（letter stock）。这些股票在配售时价格要在市场价格基础上打个折扣，但是在一段时间内不能出售。渐渐地，联合大企业对其股票价格的管理一点儿也不逊于其对利润的管理了。

说起联合大企业并购浪潮产生的原因，错误的观念认为，在对公司股票估值时，应该以它们公布的每股收益的增长情况为依据，而不管其增长是如何获得的。这种错误观点被一些经理人加以利用，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们用其估值过高的股票，以有利条款去收购别的公司，使它们的股票价值进一步虚涨。从分析的眼光看，如果投资者懂得反身性概念，并能意识到运用股票的杠杆功能，即以夸大的估值来销售股票会造成收益增长的假象，这一错误观念就不会大行其道了。

市盈率在不断增长，最终现实无法支撑住预期。尽管越来越多的人还在玩着这场游戏，但他们已开始认识到这场繁荣是建立在错误观念的基础上了。为了保持盈利增长势头，公司并购必须越做越大，到最后，联合大企业达到了规模的极限。当信实集团（Reliance Group）的索尔·施泰因贝格寻求并购汉华银行（Chemical Bank）时，转折点到了。这次收购遭到当时居于行业翘楚的一些专业服务机构和精英人士的抵制，并以失败告终。

当股票价格开始下跌时，下跌就已经止不住了。失去了过高的估值，再去收购别的公司就不那么容易了。外部的快速增长所掩盖的内部问题开始浮出水面。不佳的盈利报告披露出令人不快的意外消息。投资者幻想破灭了，联合大企业的管理层也自陷危机不能自拔：在令人陶醉的成功之后，很少有人愿意再回头去干那些日常管理的苦差事。正如一位公司总裁对我说的："我的演出再没有观众看了。"这种局面在衰退中变得更为严重，许多高速成长的联合大企业最终瓦解得一干二净。投资者做好了最坏的准备，对于一些公司来说，最坏的情况真的发生了。对另外一些公司，现实结果比预期的要好一些，最后，局势稳定下来。幸存下来的公司，通常由新人执掌大权，谋求从废墟中重整旗鼓。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

房地产投资信托

我所记录过的关于暴涨—暴跌周期的最佳案例是在房地产投资信托领域，也叫REITs。房地产投资信托是在一项新立法允许的框架下产生出的一类特殊公司形式，其主要特点是，如果此类信托能把其净利润的95%以上通过红利发放出去，它们就可以免于缴纳公司税。1969年之前，由这项新立法提供的机会还基本上无人问津，但在当年成立了大量的住房抵押贷款信托（mortgage trust）。在它们成立的过程中我是在场的，由于我刚经历过跨业并购的退潮，因此我能感觉到这些住房抵押贷款信托也难逃暴涨—暴跌周期的洗礼。我出版了一份研究报告，指出传统的证券分析方法对其已不太适用。证券分析师的股票价格估值方法是争取预测出未来的盈利现金流，然后估计出投资者愿意为此出价多少。这种方法对于住房抵押贷款信托来说不适用，原因在于投资者愿意为股票支付的价格是决定未来盈利现金流的重要因素。与分别预测未来盈利并做出估值相比，我们更应尝试预测出最初是自我增强但最后却弄巧成拙的全过程。

这种产品就像一个演出，我在报告中把它勾勒成四幕话剧。该产品最初始于早期住房抵押贷款信托的过高估值（第一幕），以使它们能够通过夸大的价格发行更多股票来证明过高估值的合理性（第二幕）。之后，仿效者们纷纷出现，这些人破坏了市场机会（第三幕）。最后一幕就是以大量破产收场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我的报告有一段有趣的经历。它问世的时候正值对冲基金经理在联合大企业并购浪潮中遭受严重损失之际。由于这些对冲基金经理志在渔利，而不必分担损失，因此他们天生就善于抓住能够迅速补偿他们损失的任何救命稻草。这些对冲基金经理出于本能立刻就明白一个反身性过程如何运作，因为他们刚刚经历过一个反身性过程，他们迫切希望再玩一次。这份报告反响巨大，我接到来自克利夫兰一家银行的电话，向我索要一份新报告，原因是他们的那份报告由于复印次数太多，已经字迹不清了，直到那时我才意识到这份报告受到很高程度的关注。当时只有廖廖数家住房抵押贷款信托公司，所以它们的股票很容易跟踪，在一个月左右的时间，其股价几乎翻了一倍。需求带动供给，一时间有大量新股发行上市。当人们发现住房抵押贷款信托供应可以没完没了时，股价下跌得就像它们上涨时一样快。显然，我的报告的读者们没能考虑到买入时这么轻松，而其错误又在这么短的时间内就被抓到。不过，他们最初的热情有助于印证报告里描述的自我增强过程。住房抵押贷款信托享受到的上涨和繁荣不像我的报告中所说的那么猛烈，不过它却比我报告中说的要持久。

在我写报告时，我重仓持有住房抵押贷款信托公司的股票，当我的研究被接受的程度超出我的预期时，我也赚了一把。但是投资的成功也使我失去了自制，当市场下跌时，我也被套住了。但我坚持着，甚至还增仓，又持续密切跟踪这个行业大约一年，最后抛掉套现，获利颇丰。后来我不再关注这个领域，当问题暴露时，已经是几年以后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了。那时发现问题挺严重，就试着建立看空头寸，但是我难以下手，因为我对这些公司已不是那么熟悉了。不过，当我打开自己几年前写的报告重新阅读时，我发现它的观点的确很有说服力，于是我决定一股脑儿不分青红皂白地大量卖空这类公司股票。当股价进一步下跌时，我通过更多的卖空保持原有仓位。最终我当初的预测变为现实，很多住房抵押贷款信托公司以垮台告终。这一结果使我在卖空上赚取的利润率超过了100%——这几乎是不可能的，因为卖空获得的最高利润率也就是100%。（我对此的解释是因为我不断抛售更多的股票。）

20世纪80年代的国际银行业危机

所有的暴涨—暴跌过程都存在误解或者错误观念因素。在我所描述的两个案例中，这一过程都体现为股票杠杆形式，即以夸大的价格发行股票，它之所以能做到这一点都是被盈利增长的错误观念所蛊惑：投资者错误地认为，以夸大的价格来发行更多股票时取得的增长与经由其他途径获得的增长是一样的，因此也给予一样的估值评价。更多的暴涨—暴跌过程，或者称泡沫，是以债务杠杆形式体现的，而不是股票杠杆，但是对于这方面我在《金融炼金术》中只分析了一个例子，即20世纪80年代的国际银行业危机。这场危机是由于20世纪70年代发展中国家过度借贷所引发的。

1973年的石油危机之后，欧佩克（石油输出国组织）成立，大型的货币中心银行充斥着产油国的存款。这些银行把这笔钱主要转

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到那些石油进口国，因为它们需要这些钱来平衡其国际收支赤字。银行在评估借款国家的信用度时，使用的是所谓的债务比例（debt ratio）指标，但是银行没有意识到债务比例指标还会受到这些国家自身借贷行为的影响，待它们觉醒过来时，为时已晚。

在债务杠杆利用方面，其错误观念体现为：没有认识到借款人信用度和贷款人贷款意愿之间存在着双向反身性联系。这些贷款通常会有抵押，且最常见的抵押品就是不动产。当银行把不动产价值独立于银行贷款意愿来对待时，泡沫就产生了。20世纪80年代国际银行业危机的情况有所不同。债务人是主权国家，它们没有提供任何抵押品，其信用度的高低由其债务比例衡量，而这一比例被证明是带有反身性的：借款国家的债务比例指标并不是独立给定的常数，因为20世纪70年代大宗商品的价格上涨，银行的贷款意愿增强，故当时借款国的债务比例都相当高。第一个陷入困境的国家是墨西哥，它也是一个产油国。（匈牙利在它之前出事，但得到了控制。）自20世纪80年代国际银行业危机以来，我还见证了日本、英国和美国的几次房地产泡沫。错误观念可能会呈现不同的外观，但是其原理都是一致的。令人不解的是，它总是一而再、再而三地发生。

暴涨—暴跌模型

我把联合大企业并购热潮放到模型中，得出了一个一般性的暴涨—暴跌周期过程。这一过程包括8个步骤。它首先始于一种流行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的偏见和流行的趋势。在联合大企业繁荣的案例中，流行的偏见是对每股收益快速增长的过度偏好，而不去关注收益是如何获得的；流行的趋势是，一些公司通过用高估值的股票收购其他市盈率较低的公司，从而创造每股收益高增长的能力。在步骤（1），人们还没识别出趋势如何。接下来是加速期（2），即趋势得到识别，并且流行的偏见增强了这些趋势。这时该过程达到远离均衡状态。到了考验期（3），原因是股价开始回调。如果偏见和趋势成功地度过了考验期，这两方面都会变得分外强劲，远离均衡状态被牢牢锁定，此时是常规法则不适用的时期（4）。最后，出现了真实性回归期（5），此时现实已无法再支撑被夸大的预期，之后是一段朦胧期（6），此时人们虽已不再相信但还在持续游戏过程。最后，迎来临界点（7），此时趋势调头向下，偏见也呈现反转，出现灾难性的下跌加速期（8），这通常被称为崩盘（见图4-1）。

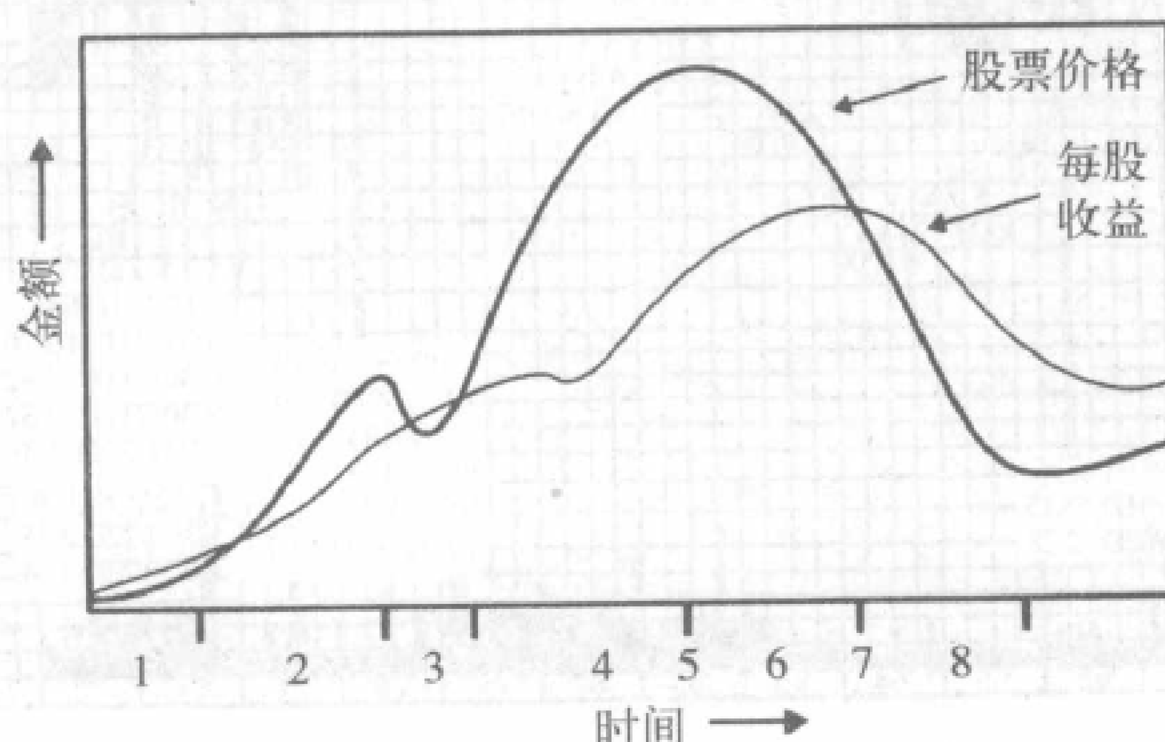


图4-1 理论图示

我构想的这个暴涨—暴跌模型呈现出一种非常不对称的形状。它开

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

始时速度较慢，逐渐加速，然后陡然下跌，下跌时比上涨时要迅疾得多。我从现实生活中挑了一些与图4-1类似的实例（见图4-2至图4-4），但我在这里使用的LTV公司股价走势图看起来有点过于对称，还不够典型。

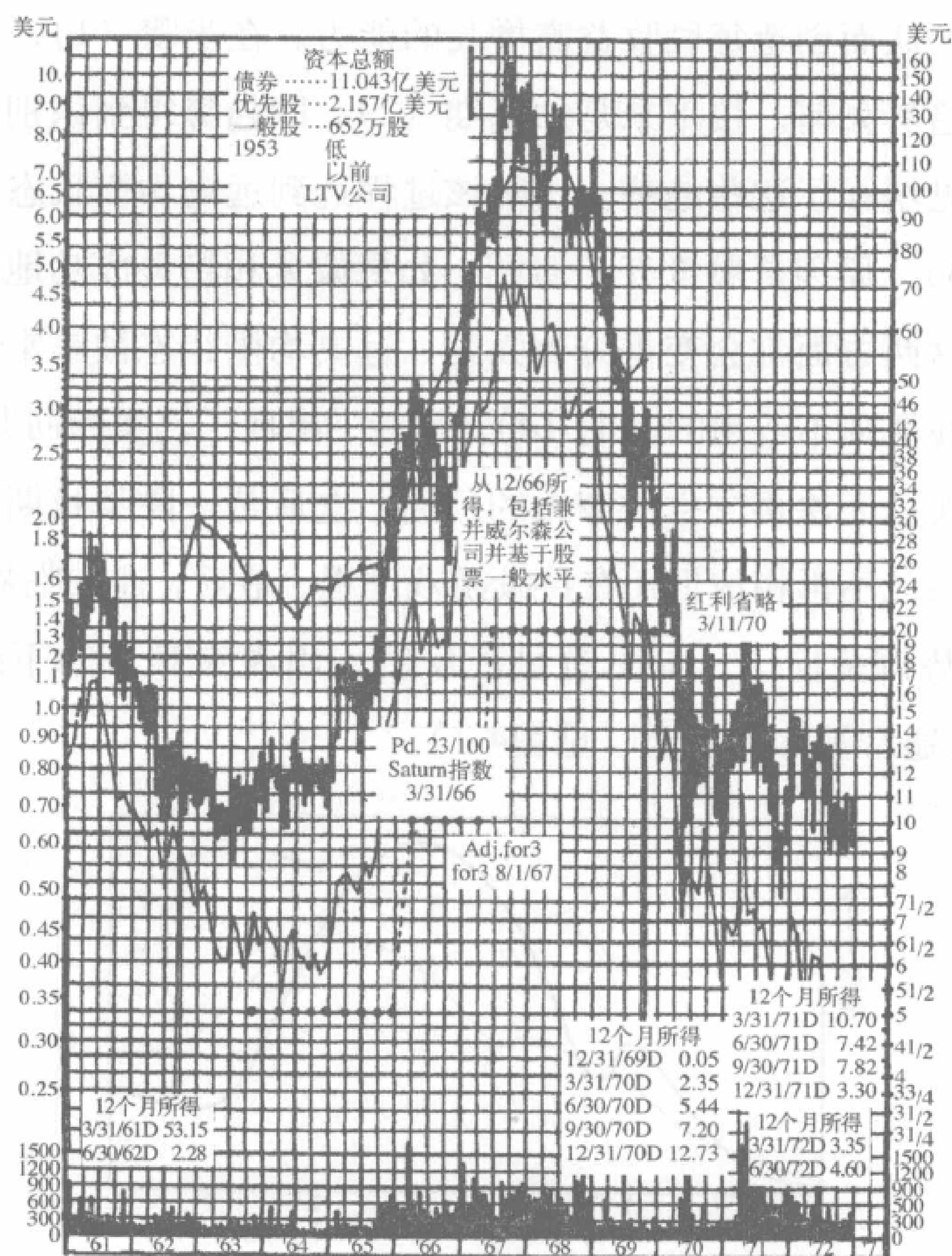


图4-2 LTV公司（交易代码：LTV）的股价走势

感谢证券研究公司提供此图，该公司隶属巴布森联合投资咨询公司，地点位于美国麻省波士顿市纽伯里大街208号，邮编02116。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

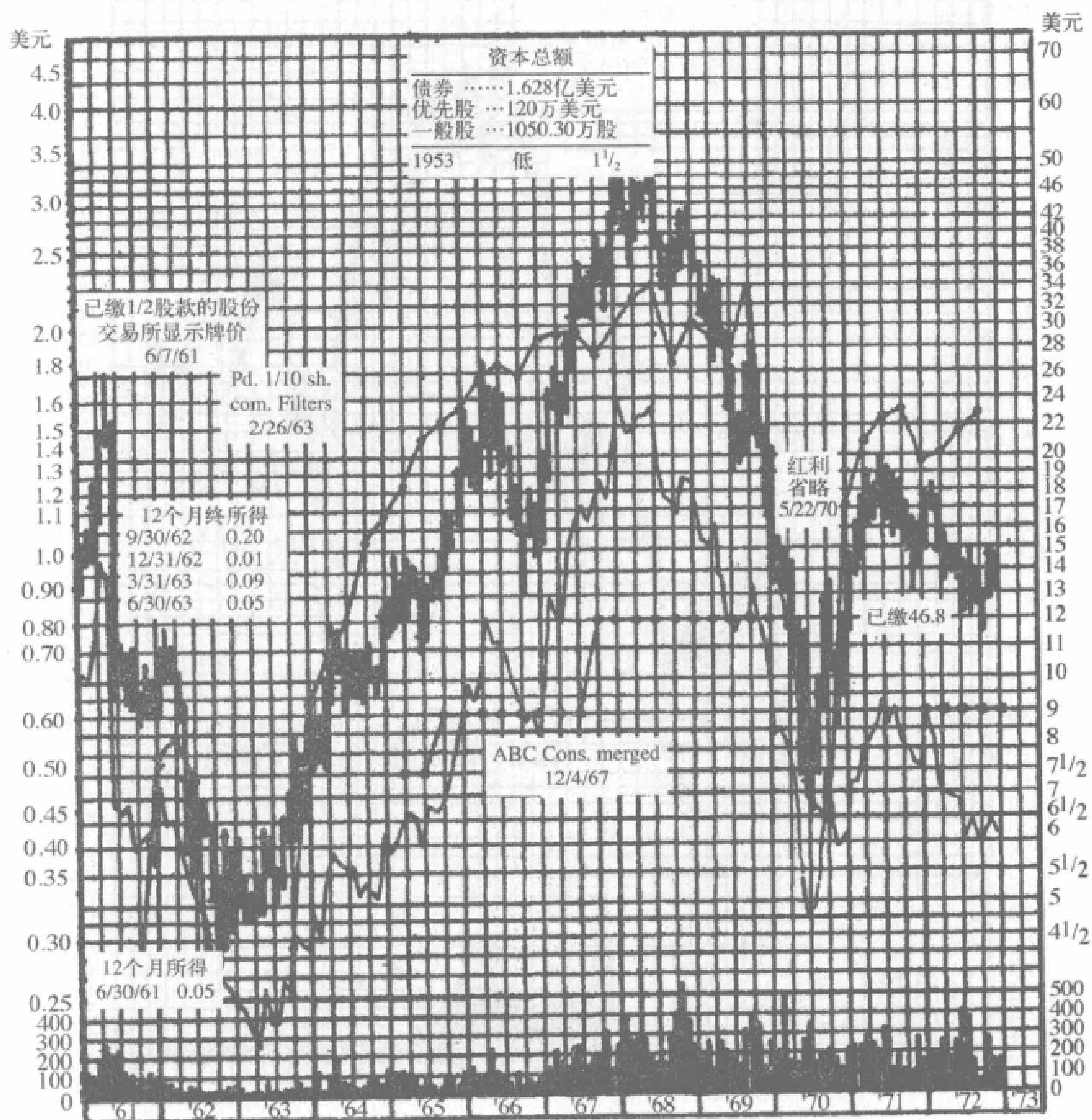


图4-3 OGDEN公司（交易代码：OG）的股价走势

感谢证券研究公司提供此图，该公司隶属巴布森联合投资咨询公司，地点位于美国麻省波士顿市纽伯里大街208号，邮编02116。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

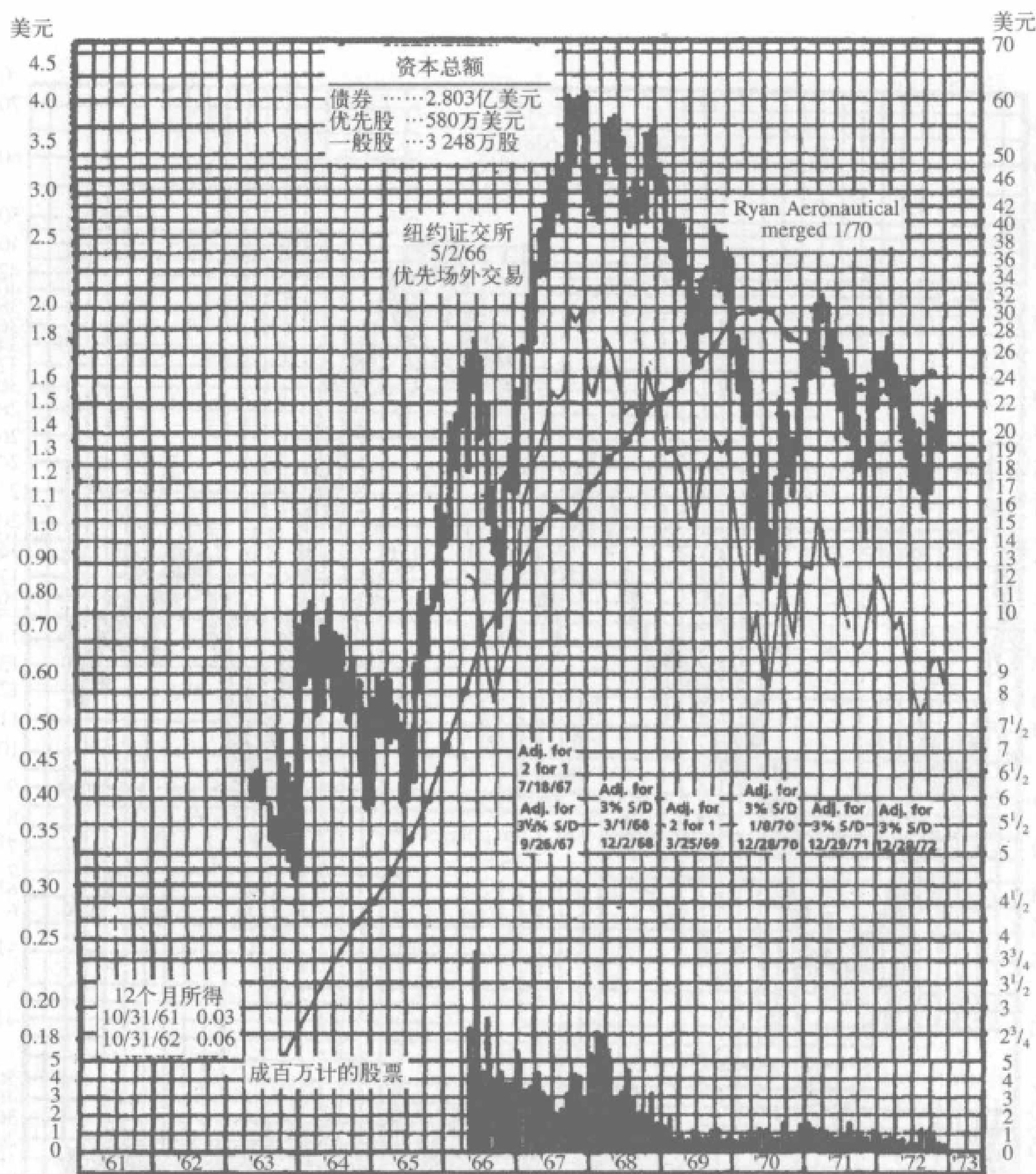


图4-4 TELEDYNE公司（交易代码：TDY）的股价走势

感谢证券研究公司提供此图，该公司隶属巴布森联合投资咨询公司，地点位于美国麻省波士顿市纽伯里大街208号，邮编02116。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在国际银行业危机中也可以看到相同的走势过程。它遵循了同样的非对称路径——在繁荣阶段缓慢开始，逐步加速，然后是真实性回归，继而是朦胧期，最后是灾难性的崩盘。我没有把债务的暴涨—暴跌过程纳入我的新范式，其原因在于它并不总是能以图表的形式体现出来。在联合大企业并购热潮期间，我可以画一个图表现股价和每股收益的走势，但是在国际银行业危机中，我却无法画出类似的图形。

其他反身性形态

认为反身性过程总是以泡沫的形式体现的想法是不对的。反身性可以呈现出多种形式。例如，在自由浮动汇率体制中，市场估值和所谓基本面之间的反身性关系往往会呈现跨度长达数年的波动起伏。涨跌期间汇率可能并没有什么变化，除非出现无法控制的通货膨胀局面，否则它既没有出现泡沫所具有的不对称走势形态，也没有明显的向均衡收敛的趋势。

很重要的一点是，在金融市场上，双向反身性关系比暴涨—暴跌过程更为常见。市场参与者的行为总是建立在不完全的理解基础之上。因此，市场价格通常表现出流行的偏见，而不体现正确的估值。在大多数情况下，后续事实常常证实先前的估值是错误的，于是偏见得到修正，但只是被新的偏见所取代而已。只有在极其罕见的情况下，一种流行的偏见才会起作用，出现最初是自我增强，到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

头来变成自我溃败的过程。只有当流行的偏见找到某种能使它影响基本面的捷径（short circuit）时，这种情况才会发生。这通常与误解或错误观念相关。之后，市场价格和经济状况都会异常运行，其运行状况如果没有捷径的存在是无法想象的。接着是市场修正，这往往带来灾难性的后果。

市场与监管的关系

由于金融市场并不必然趋向均衡，所以就不应让其为所欲为。阶段性的危机发生随之带来监管上的改革。中央银行和金融市场监管当局就是这样一路走来的。由于暴涨—暴跌过程时不时会发作，金融市场和金融监管当局的反身性互动就成为持续的过程。重要的是要认识到市场参与者和金融监管当局都是在不完全理解的基础上采取行动，正是这一原因使得二者之间的互动具有反身性特征。

市场参与者和金融监管当局的误解往往都处于合理的范围内，因为市场价格能提供有用的信息，使得双方能够认识到并修正他们的错误，但是有时候错误没有得到纠正反而被当真了，此时它要么形成恶性循环要么促成良性循环。这类循环与暴涨—暴跌过程类似，它们最初也是自我增强，最后自我溃败。恶性循环和良性循环很少见，二者之间时隔亦久，而反身性互动则时时发生。反身性随处可见，泡沫只是一种特例。

反身性过程的显著特点是它具有不确定性因素。不确定性使得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融市场的行为不是由普适的一般法则决定的，而是遵循独特的、不可逆转的路径。在这种单向过程中，我们可以区分单一的日常事件（这些事件具有重复性，便于统计归纳）和独特的历史事件（其结果极其不确定）。泡沫和其他的恶性循环、良性循环属于后一范畴。不过，应当认识到，具有反身性的周期性循环关系并不一定会产生历史上显著的过程。那些在一开始就自我溃败的过程会无踪迹可循。另外一些过程则是走到半路就消失掉了。只有很少能发展到远离均衡的状态。此外，没有任何一个过程是完全独立运行的。通常是有几个反身性过程同时存在，它们之间相互作用，呈现不规则的形态。只有当某种过程发展到足够强大，盖过了所有其他过程时，常规的形态才会出现，而这种情形十分少见。或许我在《金融炼金术》一书中对这一点阐述得还不够充分。

均衡理论的缺陷

均衡理论并非一无是处。它是一种模型，可拿来与现实进行对照。在我谈及远离均衡状态时，我实际上也在使用均衡概念做比较。[⊖] 经济学家做了很多勇敢的尝试，把现实条件考虑进去调整他们的模型。所谓的第二代商业周期模型就是寻求分析暴涨—

⊖ 这很容易被误解。事实上，有一位与我通信的先生就误解了它。特注于此。当我谈及远离均衡条件时，我正在使用“均衡”作为讲话的一个重要因素。我的意思并不是说存在一种稳定的均衡，暴涨—暴跌过程不时与之偏离。我只把均衡当做一个移动靶，因为市场价格反映的是基本面信息，但市场价格同时也会影响基本面。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

暴跌状况。我无法判断其可信度。但是它们显然缺乏我的暴涨—暴跌模型的简洁性。这使我想起哥白尼之前的天文学家曾试图修正他们关于行星运行轨道的范式，他们当时认为是圆形的，而事实上是椭圆形的。

时代呼唤新的范式，而反身性理论已经是现成的了。我指的是一般性理论，而不是暴涨—暴跌模型。不过，在对社会现象有关理论可能得出的结论进行根本性重新思索之前，这一理论并不期望获得科学上的认可。如果非得采用自然科学理论所用的标准和规格，反身性理论很可能就不能称之为科学了，因为该理论认为自然现象和社会事件之间的结构存在根本性的差异。如果反身性使社会事件产生不确定性因素，那么那些事件不可能在确定的情况下被预知。

流行范式认为，金融市场会趋向于均衡。它形成的观念认为，实际价格偏离理论上的均衡状态只是随机现象。根据这些想法构建理论模型是可能的，但是把那些模型应用于真实世界则既犯错误又成为误导。它没有考虑到背离均衡的情况可能会自我增强，从而改变理论上的均衡。当那种情况发生时，建立在这些模型上的风险计量和交易技术都会失灵。1998年的长期资本管理公司是一家采用这种交易技术的高度杠杆化的对冲基金，它的顾问就是两位因设计这种模型而荣获诺贝尔奖的经济学家，该公司陷入困境，最后在纽约联邦储备银行的帮助下得到救助。后来的技术和模型都得到修正，但是人们仍在使用其基本方法。我注意到，价格背离并不服从正态分布的钟型曲线形状，而是有一个厚厚的尾部形态。为了体现这种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现象所代表的额外风险，人们推出了压力测试方法，以作为风险价值（VaR）计量模型的补充，但是厚尾形态产生的原因仍未得到合理解释。在自我增强的价格走势中可以找到原因，然而反身性仍旧被忽视了，错误的模型，特别是合成金融工具的设计模型，仍在不断散布。这是当前金融危机的根源所在，我将在第二篇加以讨论。

摒弃方法统一性原则

市场会趋向均衡的理念使得让金融市场自由发展的政策逐渐占据上风。我把此类政策的特征称为市场原教旨主义，我认为市场原教旨主义披着科学的外衣，目的是使其更容易为人们接受，但是它经不起现实的检验。市场原教旨主义使用科学的方法来操控现实，而不是去理解现实。把科学方法用到这个份上，就带来一种警示，即对自然科学和社会科学采取同样的方法和标准是不对的。正如我在人类的不确定性原则中所讲到的，社会活动会受到针对它们的陈述的影响。换句话说，社会活动会受到操控。卡尔·波普的一大贡献就是表明意识形态并不科学，但是波普的理论并没有走得很远，他没有意识到主流经济学也可以被同样的非科学方式所利用。其错误之处在于信奉方法统一性原则，把高尚体面的自然科学方法用于社会科学，把科学理论用于操控目的，而不是认知目的。

不过，我们可以不往陷阱里跳。我们应该做的就是抛弃教条，采用反身性理论。这要付出巨大代价：经济学家必须接受他们地位

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下降的现实。难怪他们会反对了，但如果是出于认知目的，这一代价就值得。不仅仅因为反身性理论能够更好地解释金融市场功能，也在于相对于当前流行的科学理论，它对现实的操控性更小，它避免过度宣扬自己对社会现象的预测和解释能力。一旦我们认识到现实能够受到操控，我们的首要任务应该是通过对知识的追求，来阻止操控功能发挥作用。反身性理论服务于这一目标，认为只要反身性存在，社会事件就是不可预测的。因此，我们必须降低对社会科学的期望。鉴于反身性包含不确定性和不可决定性（不确定性指的是参与者的思考，不可决定性指的是事件的过程），我们不能指望存在反身性的事件能由放之四海而皆准的原则来决定。

反对放弃方法统一性教条的人可能认为，如果放弃方法统一性，自然科学和社会科学就难以真正区分开来了。但是如果我们沿着这条路径讨论下去，我们无须因自然科学和社会科学的划界模糊而感到烦恼。因为一旦反身性扬起它不友好的头颅，我们就要降低期望值了。

新范式

下面来谈谈新范式与旧范式的区别吧。在把彻底易错性的假设应用于金融市场时，人们可能会认为，金融市场总是出错，很难正确。不过，市场具有这种能力，它既能修正自己，又偶尔会通过自我证实的反身性过程来使错误成真。这就是为何它们总是一贯正确

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的原因。具体而言，金融市场不能准确预测经济下滑，但是会造成经济下滑。

市场参与者是在不完全理解的基础上采取行动的。他们把自己的决策建立在不完全的、有偏见的以及对现实的错误阐释基础之上，而不是建立在知识上，结果当然会与期望产生分歧。这种分歧提供了有用的反馈，在此基础上，市场参与者可以调整自己的行为。这种过程总是难以产生满意的结果。事实上，市场偏离理论均衡的次数与它们趋向均衡的次数一样多，它们会产生最初先是自我增强但最终还是自我溃败的过程。泡沫通常导致金融危机，危机反过来又会引起对金融市场的监管。这就是金融体系的演进过程——不时发生的危机导致监管发生变革。这就是为何金融市场最好被解释为历史过程的原因。这也是如果不考虑到监管当局的作用，就无法理解这一过程的原因。在监管当局缺位的情况下，金融市场注定会崩溃，但是在现实中，崩溃并不多见，因为市场是在持续监管下运行的，即使监管当局在市场正常情况下行动迟缓，但是在紧急情况下，它们会变得很警觉，至少在民主制度下是如此。

大多数反身性过程包含市场参与者与监管当局之间的互动影响。为了理解这种互动性，重要的一点是要记住监管当局与市场参与者一样容易犯错误。监管环境的变化使得每次危机都像是处于独一无二的历史情境下。这本身足以说明我的论断，即市场行为最好被看做是历史的发展过程。

市场原教旨主义者指责市场失灵是监管当局的错误，他们只对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了一半：市场和监管者都容易犯错误。市场原教旨主义者根本的错误在于：他们坚称由于监管当局容易犯错，所以就应放弃监管。如果我们认识到市场原教旨主义意识形态的特征，将会推进我们对现实的理解。监管者易犯错的事实并不证明市场就是完全的。它只能说明要重新检讨和改进监管环境。

金融市场上普遍存在的反身性关系什么时候变成了自我增强、具有历史意义的过程了呢？它不仅影响到金融市场的价格，而且影响到那些价格本应反映的所谓基本面信息。如果反身性理论还有什么价值的话，这正是它所要回答的问题。这一课题值得更详细地探讨，但是要建立在理论论据和经验证据的基础上。我的初步假说是，在暴涨—暴跌过程演进中，一定同时存在某种信用或杠杆，以及某种错误观念或错误阐释。这就是我现在提出来用于检验的假说。如前所述，我的概念框架的主要观点需要说明错误观念在创造历史的过程中起到重要作用。在理解历史上此刻正在发生的金融危机之际，这条信息尤其相关。

新范式与旧范式的主要差别之一是新范式对使用杠杆秉持更谨慎的态度。反身性理论认识到，监管当局和市场参与者都具有易错性，从而都会造成不确定性。流行的范式只承认已知风险，不承认自身缺陷和错误观念的后果。这就是当前金融动荡产生的根源。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

GEORGE
SOROS

第二篇

当前的危机和政策建议

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE NEW PARADIGM FOR FINANCIAL MARKETS

第5章 超级泡沫假说





全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们身处一场金融危机中，这场危机是20世纪30年代大萧条以来不曾见过的。肯定地说，这并不是下一次大萧条的序幕，历史不会重演。银行体系不会像1932年那样坍塌，而当时正是银行的倒闭导致了大萧条。同时，目前的危机也与历次阶段性的危机有所不同，20世纪80年代以来，这些危机只对金融系统的局部造成损害，如1982年的国际银行业危机，1986年的储贷危机，1987年的投资组合保险的溃败，1994年基德公司倒闭案，1997年的新兴市场危机，1998年的长期资本管理公司倒闭，以及2000年的互联网泡沫。本次危机不限于某个公司或金融系统的局部，它使整个金融体系都陷入崩溃的边缘，其困难程度是最大的。危机将带来深远的影响，这很不寻常，是一个时代的终结。

为了说明这个有言过其实之嫌的观点，我得重申在第4章中介绍的反身性理论和暴涨—暴跌模型。但是我做的解释可能不够浅显。这并不仅仅是一个暴涨—暴跌过程，或者不是一个泡沫，而是两个泡沫：一是房地产泡沫；二是我所谓的长期超级泡沫（longer-term super bubble）。房地产泡沫很好理解，但超级泡沫就复杂得多了。两种泡沫相互交织，使事情变得更加扑朔迷离，它们深深地潜藏在历史进程中，是无法避免的。尤其是在当前的形势下，更是不能不考虑这样一些因素，包括中国、印度，以及石油和原材料生产国的经济实力，商品价格升势，那些部分浮动、部分钉住美元，部分居于二者之间的汇率体系，还有世界其他地区日益降低的持有美元的意愿。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国房地产泡沫

2000年互联网泡沫破裂和2001年“9·11”事件后，美联储把联邦基金利率降低到1%，并把它保持到2004年6月。这导致了美国的房地产泡沫不断发酵。世界其他地区也能看到类似的泡沫，特别是英国、西班牙和澳大利亚。由于其规模，以及在世界经济和国际金融体系中的重要性，美国的房地产泡沫与其他地区有所不同。西班牙和澳大利亚的房地产市场开始下跌的时间比美国早，但是除了在当地以外并不被外人关注。相反，美国的抵押贷款证券在全球广泛发行，一些欧洲国家，特别是德国持有的相关证券甚至比美国人自己还多。

单独来看，美国房地产泡沫确实遵循了我提出的暴涨—暴跌模型所描述的路线。有个主流公认的趋势是，贷款标准越放越松，按揭成数也越来越大。支持这一趋势的是一种流行的错误观念，即抵押品的价值不受贷款意愿的影响。这是导致泡沫发生的最流行的错误观念，尤其是在房地产业。人们到现在还不吸取这一教训，实在令人惊讶。

我们可以用几个图清楚地显示泡沫的增长情况。在图5-1中，向下倾斜的曲线为储蓄率（右轴），向上倾斜的曲线是经通胀率调整后的房价。图5-2显示的是住房抵押贷款余额前所未有的增长情况。过去6年来，美国人所借的住房抵押贷款数量超过了住房抵押贷款市场产生以来的任何时期。图5-3显示了信贷质量的下降情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于评级机构给出评级的基础是损失经验数据，而在房价上涨时损失数据信息会变得好看一些，评级机构对按揭担保债券的评级也就越来越慷慨。同时，抵押贷款商在住房贷款业务上越做越大胆（图表中无法显示）。到最后，无须首付，不用回答任何问题，就能贷款买房。2005～2006年期间发放的次级贷款和Alt-A贷款，其质量更是恶名昭著。图5-4显示了次级和Alt-A产品在证券化产品中的份额一直上升。2006年，33%的抵押贷款证券化产品分为两类。图5-3和图5-4都说明了信贷质量的恶化情况，这是追求手续费收入导致的结果。图5-5显示，穆迪公司从结构化产品评级中获得的收入增长。2006年，穆迪公司的结构化产品评级收入规模已经相当于其传统的债券评级业务收入。图5-6显示了合成产品的指数级增长趋势。

泡沫一开始是慢慢发展，持续数年，在利率开始上升时，泡沫并不会立即缩小，这是因为它得到了投机性需求的支撑，得到更大胆的贷款发放和更复杂的抵押贷款证券化的支持与煽动。2007年春天，真实情况终于浮出水面，次贷问题使新世纪金融公司破产，之后是一段朦胧期，房价开始下跌，但是人们未能认识到游戏已经结束。有报道援引花旗银行的首席执行官查克·普林斯的话说，“当音乐结束，从流动性的角度看，事情将变得复杂。但是只要音乐还在演奏，你就得站起来跳舞。我们还在跳舞呢。”㊀ 2007年8月，当临界点终于来临，下跌趋势加速导致灾难性的结果，更为严重的是，

㊀ 2007年7月10日《金融时报》刊登Michiyo Nakamoto和大卫·怀顿采写的报道《强劲的花旗集团“仍在跳舞”抗击收购潮》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

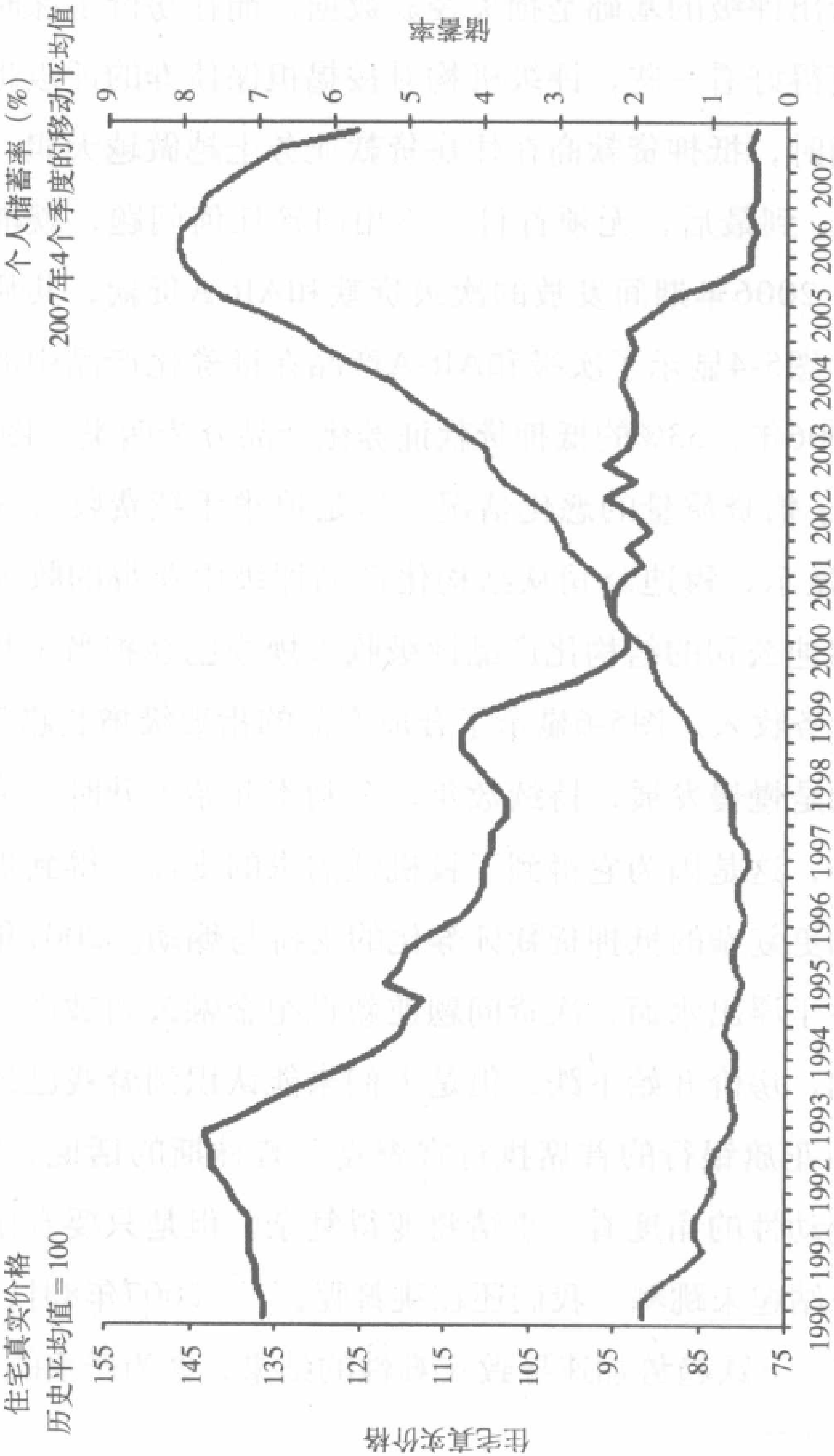


图5-1 美国个人储蓄率

资料来源：Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Standard and Poors, MacroMarkets, Haver Analytics. Our Calculations.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

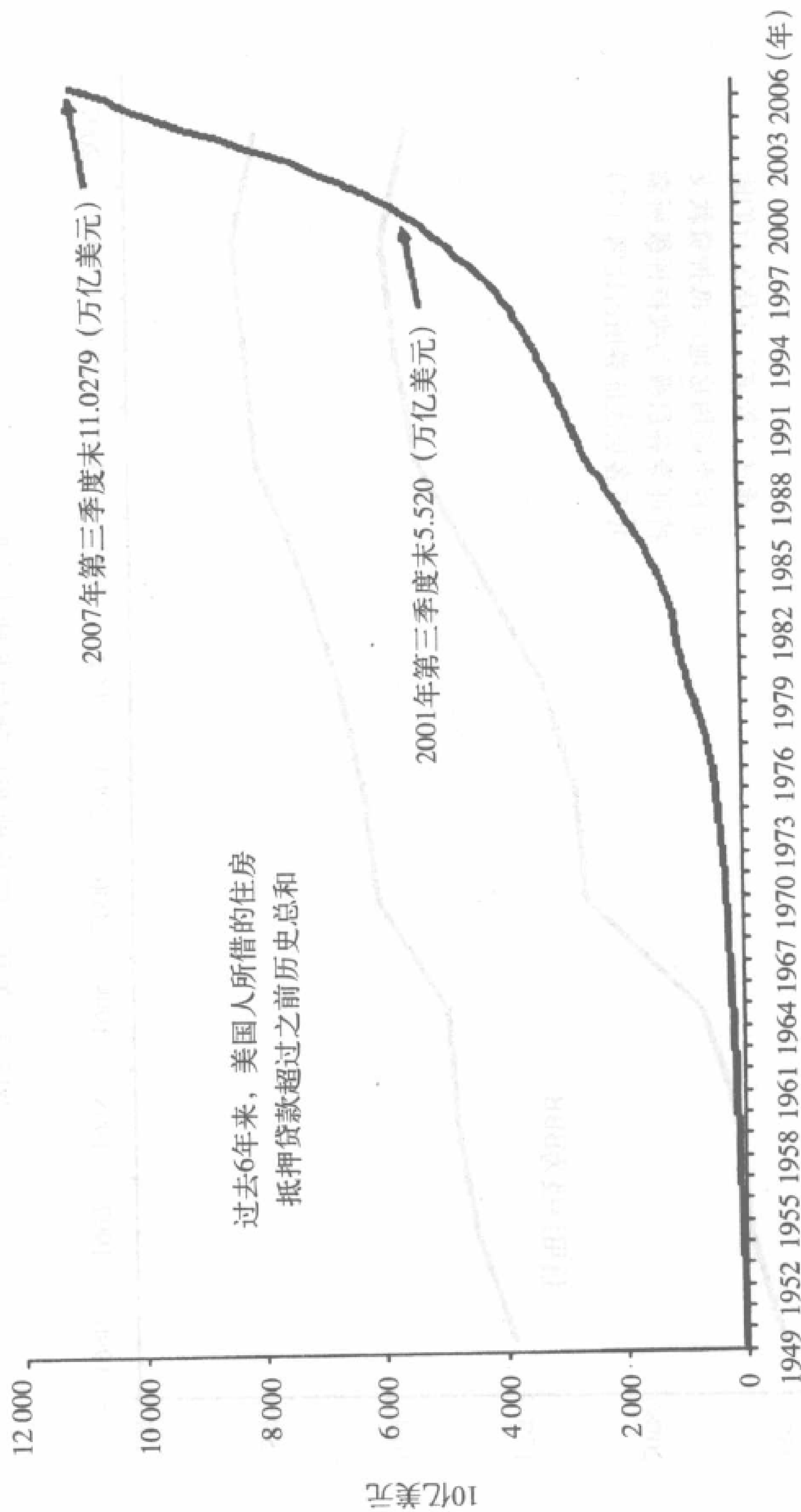


图5-2　房地产贷款越来越安全吗

资料来源：fecleral Reserve Boaxl.Haner Analytics. Slngle-tamlly reslclence.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

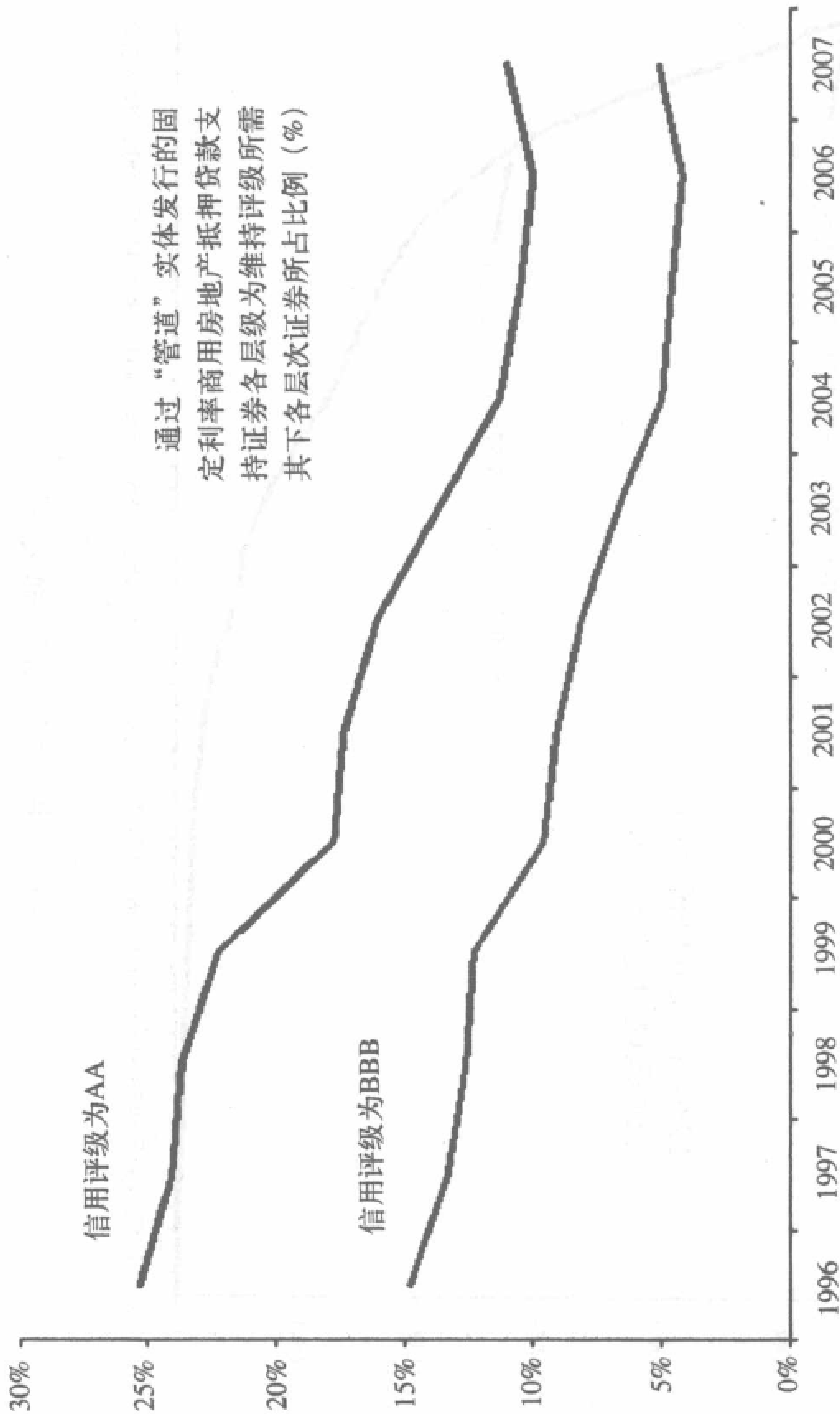
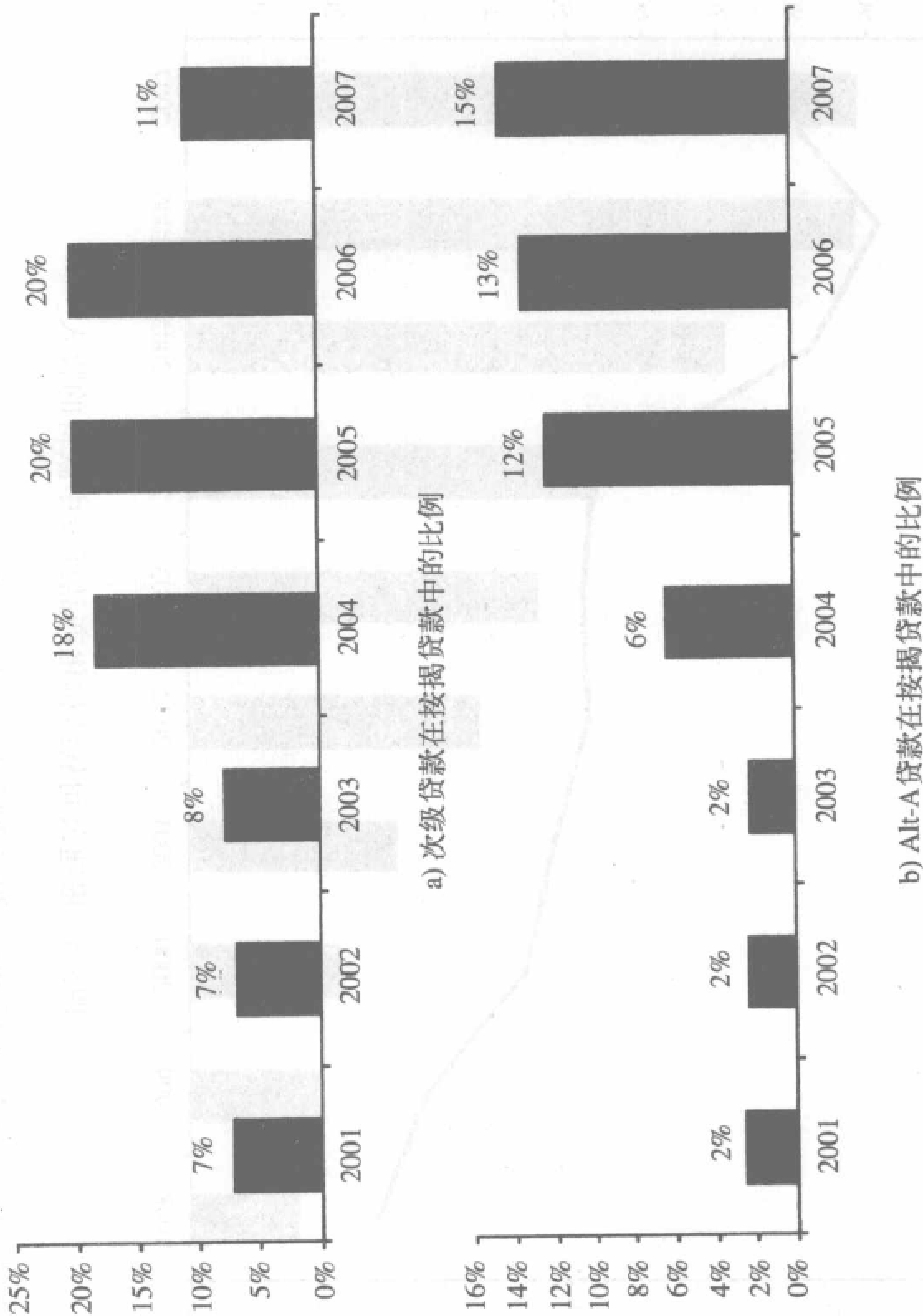


图5-3 美国家庭房地产贷款越来越安全吗

资料来源：RBS Greenulch Capltal, Intex Solutlons Inc., and Commercial Moitgage Aleit.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



a) 次级贷款在按揭贷款中的比例

b) Alt-A 贷款在按揭贷款中的比例

图 5-4 可获得的信贷数量惊人

资料来源：Inside Mortgage finance, 2007 to Q2.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图5-5 穆迪公司从结构化产品评级中获得的收入

资料来源：Moody's Annual Reports 2000-2007. Our Calculations.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

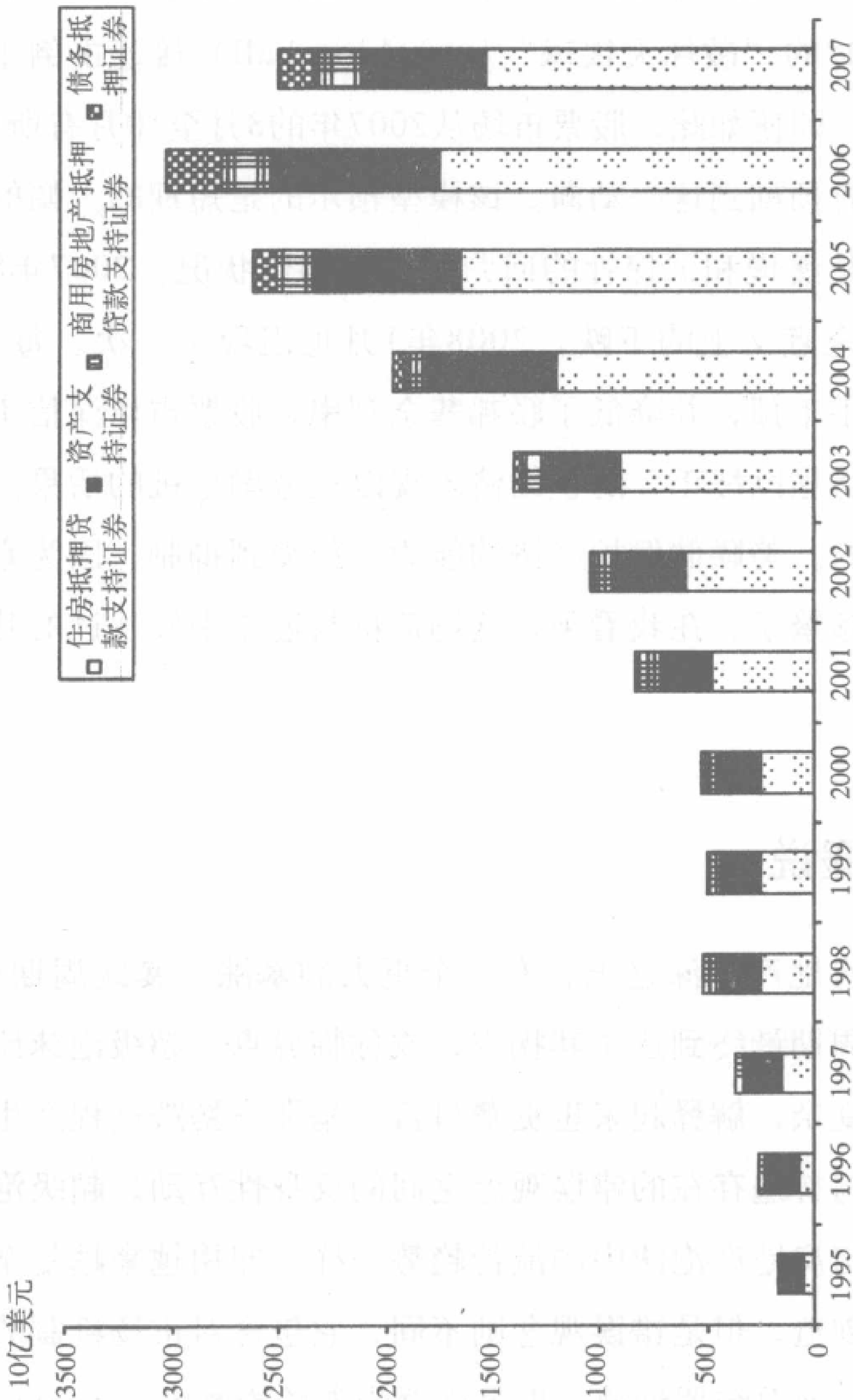


图5-6 证券化合成产品

资料来源：雷曼兄弟公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它从市场的一个局部传染到另一个局部。这使人想起1997年新兴市场金融危机时的“破坏大铁球”（wrecking ball）接连击倒了一个又一个国家。即便如此，股票市场从2007年的8月至10月有所回升。我的模型没有预期到这一动向。该模型预示的是短期的大幅的市场崩盘，之后是缓慢和试探性的回归到接近均衡状况。2007年8月曾有一次非完全意义上的下跌，2008年1月也出现了一次。每一次，美联储都出手干预，并降低了联邦基金利率。股票市场深信不疑的是，美联储将施以援手，防止经济出现以往金融危机的后果。我认为这是错误的。美联储保护经济的能力已经受到抑制，因为它这一招儿用得太频繁了。在我看来，这场危机与近年来发生过的其他危机不太一样。

超级泡沫假说

在美国房地产泡沫之上，有一个更大的暴涨—暴跌周期过程，现在这个大周期最终到达了其拐点，或称临界点。超级泡沫比房地产泡沫还要复杂，解释起来也更费口舌。暴涨—暴跌过程产生于当前流行趋势与普遍存在的错误观念之间的反身性互动。超级泡沫中的流行趋势与房地产泡沫中的流行趋势一样，即用越来越复杂的方法进行信贷创造。但是错误观念则不同，它包含对市场机制的过度信任和依赖。前总统罗纳德·里根称之为市场的魔术（magic of the marketplace）。我称之为市场原教旨主义。1980年，当里根成为美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国总统、玛格丽特·撒切尔成为英国首相时，市场原教旨主义观念成为主导的信条，尽管其先辈可以追溯得更早。在19世纪，它被称为“自由放任”（laissez-faire）。

市场原教旨主义起源于完全竞争理论，是由亚当·斯密首创、由古典经济学家不断发展而来的。第二次世界大战之后，自由放任更加备受推崇。不过，这种推崇是建立在错误的前提之上的。国家干预永远是错误的事实并不会使市场变得更加完美。反身性理论的主要观点是，所有的人类建构产物（human constructs）都有缺陷。金融市场并不必然走向均衡，如果只靠市场机制，它们就会走向狂热或是绝望的极端。它们应受到金融监管当局的监管，而监管当局的职责就是监管。大萧条以后，监管部门在防范国际金融体系大面积崩溃方面取得了相当不错的成绩。具有讽刺意味的是，正是由于它们的成功，反而导致了市场原教旨主义的复苏。20世纪50年代，我在伦敦经济学院学习时，自由放任思潮似乎已经寿终正寝了。然而它在20世纪80年代卷土重来。在其影响下，金融监管部门对金融市场失去了控制，超级泡沫开始发酵。

超级泡沫中蕴含三个流行趋势，每个都至少存在一项缺陷。第一个流行趋势是信贷扩张在长期会永不停止，这体现为房地产和消费信贷的贷款与价值比率（loan-to-value）一直不断上升，也体现为信贷余额占国内生产总值的比例不断上升（见图5-7）。这一趋势是应对大萧条而制定的反周期政策的结果。每当银行体系陷于危境，或者衰退隐隐若现时，金融当局就会干预，对处于危机的机构进行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

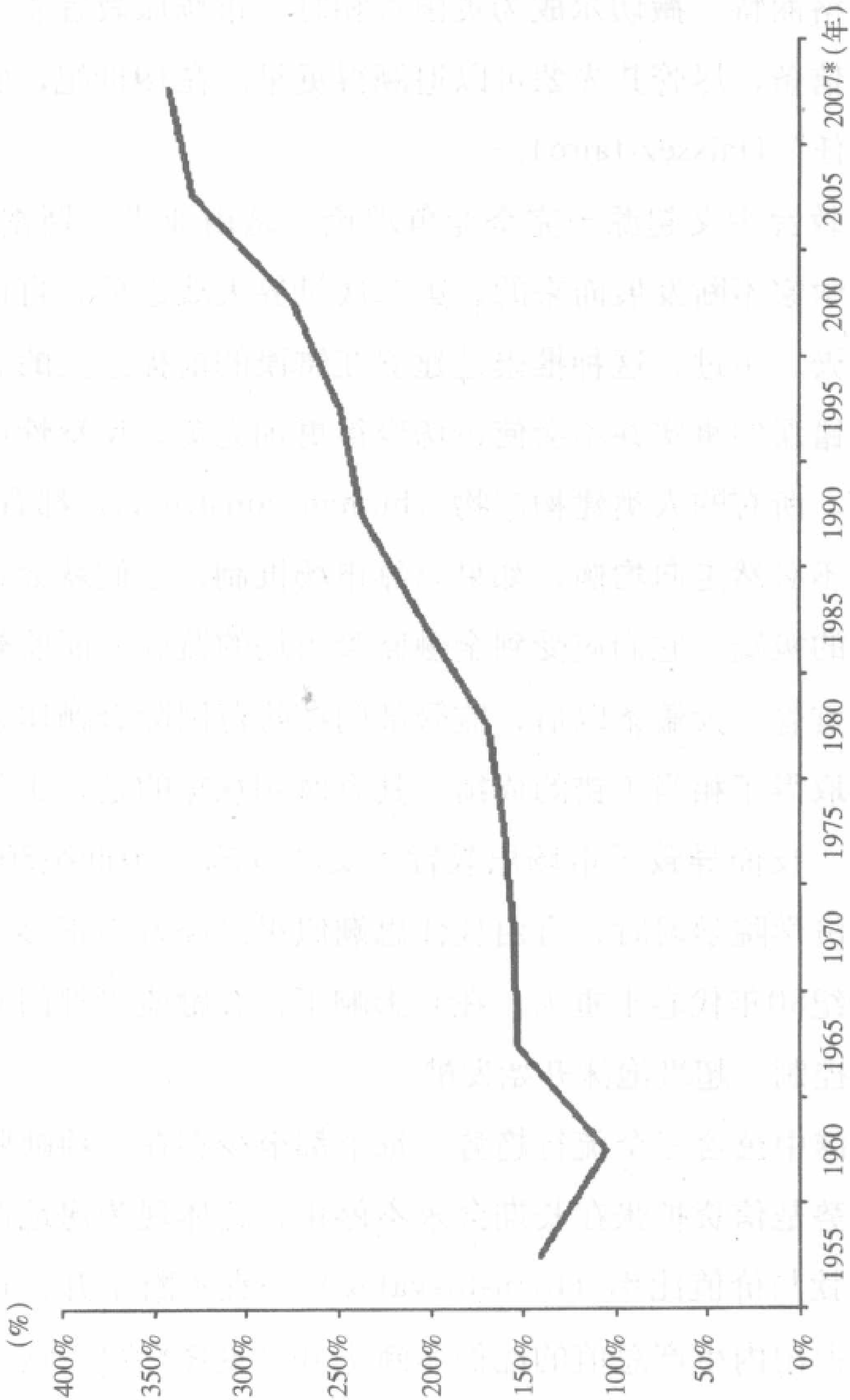


图5-7 美国信贷市场债券余额占国内生产总值的比重

资料来源：Federal Reserve. Bureau of Economic Analysis. Haver Analytics. Our Calculations. *2007 Is through Q3.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

救助，并刺激经济。他们的干预对信贷扩张产生了不对称的激励结果，这就是道德风险（moral hazard）。第二个流行趋势是金融市场的全球化。第三个流行趋势是金融监管的淡出和金融创新的加速。我们可以看到，全球化同样是不对称的结构。它有利于美国和其他一些处于金融体系中心的发达国家，不利于那些居于外围的欠发达经济体。人们并没普遍认识到中心和外围的不相称，但是这对于超级泡沫的发展起到了推波助澜的作用。正如我已经提到的，放松监管和许多最近发生的创新建立在“市场会趋向均衡而偏离不过是随机偶发的现象”这种错误假设的基础之上。

超级泡沫把这三个趋势和三大缺陷交织在一起。第一个趋势可以追溯到20世纪30年代，但是第二个和第三个趋势则是在20世纪80年代形成的。因此，我们可以把超级泡沫的发源归结到20世纪80年代，因为那时市场原教旨主义才成为国际金融体系的指导原则。当然，对超级泡沫过程进行追溯、跟踪和解释并不是件容易的事。

全球化

市场原教旨主义者力推成功的一个项目就是金融市场的全球化。如果金融资本可以自由流动，任何国家都很难对之征税，或进行监管，因为它可以转移到其他地方。这使金融资本居于特权地位。政府给予更多关注的，通常是国际资本，而不是国民的热望。这正是金融市场的全球化为何如此切合市场原教旨主义者的意图。这一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过程始于1973年石油危机后的石油美元循环流动，于美国里根和英国撒切尔执政时代得以加速。

全球化并没有带来市场原教旨主义信条所期望的自由市场应提供的公平竞争局面。国际金融体系由一群代表发达国家的金融当局所控制。它们之间形成了华盛顿共识。他们寻求对单个国家实施严格的市场纪律约束（market discipline），但是在金融体系自身出现危险时，它们却想改变规则。该体系如何运作，美国有更大的话语权（美国在布雷顿森林体系后建立起来的国际机构——国际货币基金组织和世界银行中享有否决权），所以美国的立场比其他国家“更公正”，美元也成为全球中央银行接受的主要国际储备货币，因此，美国能够追求反周期的政策，而发展中国家，以及在其他较弱小的发达国家却只能选择量入为出的生活方式。在中心掌握金融资产比在外围更为安全。当资本流动的障碍得以解除，全球储蓄涌向中心，并从那里向各处分流。美国在里根时代制造了经年的经常项目赤字，这看似巧合其实根本不令人吃惊。经常项目赤字从那时起持续扩大，于2006年第三季度高达美国国内生产总值的6.6%。美国的消费者成为世界经济的发动机。

自由化

在第二次世界大战结束时，金融业（银行和市场）是受到严格监管的。战后那些年，监管逐渐放松，最初是缓慢的，后来不断加速，到20世纪80年代达到高潮。由于金融市场并不会趋向均衡，其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自由化进程就会时不时发生危机。大多数危机发生在欠发达国家，因为它们的发展程度不够高，但是一些危机使国际金融体系的稳定性受到威胁，最著名的是20世纪80年代的国际银行业危机和1997～1998年的亚洲金融危机。在这些情况下，发达国家的金融监管当局都愿意修改规则以挽救这一体系，但是却要求欠发达国家仍旧遵循市场原则，执行市场纪律。

这种不对称性，加上促使发达国家信贷扩张的不对称激励，把外围世界的储蓄吸纳到中心来，使美国维持了长期的经常项目赤字。从里根时代开始，美国还制造了巨额的财政赤字。自相矛盾的是，财政赤字支持了经常项目赤字，原因是盈余国家把它们猛增的外汇储备投资到美国的政府和机构债券中。这种情况是不正常的，资本是从欠发达国家流入美国，美国的经常项目赤字和财政赤字都成为信贷扩张的主要源头。另一个主要源头是新金融工具的推出以及银行和一些其他用户，特别是对冲基金和私募股权基金越来越多地使用杠杆。信贷扩张的另一个来源是日本，在房地产泡沫破裂后，日本把利率几乎降到零，并无限期地保持在这个水平。这促成了所谓的“套利交易”(carry trade）的发展，外国机构借入日元，日本民众把他们的储蓄投资到收益更高的货币，而这些交易通常是以小搏大的杠杆交易。

由于愿意贷款的和愿意借钱的都各得其所，这种失衡状况可能会长期存在。美国与中国和其他亚洲出口经济体形成了共生关系：前者喜欢多消费，少生产；后者喜欢多生产，少消费。美国积累了对外负债，中国和其他国家积累了外汇储备。美国的储蓄率低，而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其他国家和地区储蓄率比较高。银行与其客户（尤其是对冲基金和私募股权基金）之间也有类似的共生关系，在抵押贷款商和借款人之间亦是如此。

当美国房地产泡沫产生，以及基于错误范式的金融工具推出后，这种状况就变得不可持续了。合成金融工具、风险计量和自营交易模型所建立的理论基础在于：市场能趋向均衡，而背离只是随机现象。开展创新的出发点是过去所积累的经验，能容忍背离现象和新趋势的出现，但是，他们没能认识到他们自身行为所造成的影响。家庭开支越来越依赖于其住房价格高达两位数的上涨。储蓄率降到零以下，各家各户都去利用自家房价上涨的时机申请房屋净值贷款，盛况空前。2006年，通过房屋净值贷款获得的资金高达近1万亿美元。在高峰时，这一比例占到国内生产总值的8%，比经常项目赤字所占的比值还高。当房价不再上涨，这些趋势慢慢减速，最后出现逆转。美国家庭才发现它们贷款过多，负债过重，最终导致消费收缩。这次下跌遵循了典型的暴涨—暴跌模式，不止如此，它还导致了美元的失宠，新型创新的种种做法也促成了金融体系中的滥行过度。这就是房地产泡沫与超级泡沫之间的关系。

为了正确理解当前的形势，很重要的一点是要了解本次危机与20世纪80年代以来在金融发展史上阶段性发生的其他危机之间的差异。以前的危机都是成功的测试，既强化了长期超级泡沫中的主流趋势，也强化了主要错误观念。目前的危机所起的作用不一样，它不仅是房地产泡沫，也是长期超级泡沫的拐点，或称临界点。那些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

坚称次贷危机是孤立现象的人们对形势缺乏正确的判断。其实，次贷危机不过是超级泡沫破灭的开始。

回顾历史，显而易见的是，以前的危机是强化超级泡沫的成功测试。而当前这场危机的作用与意义却不那么容易界定。我认为，它将导致一个时代的终结，这只是个观点，而不是事实或者科学的预测。它需要具体证实。

有不少证据可以支持超级泡沫假说。信贷条件被放松到如此宽松的境地，很难说还能再松到什么程度。从美国消费者的角度来看，这一点千真万确。抵押贷款、汽车贷款和信用卡的信贷条件被放松到极致。在英国和澳大利亚等发达国家，情况也是这样。在工商信贷方面，尤其是杠杆并购融资和商业房地产贷款，同样如此。但是我对以前的危机也持相同的观点。1997年新兴市场危机时，我在《全球资本主义危机》一书中提出过这一观点，后来被证明是错了。在当时你不可能预测到还会有哪些信贷创造的新方法，还会从哪里找到新的资金来源。但在本次危机中，有些银行会从主权财富基金那里获得资本补充。与此类似，在1987年股灾发生后，日本扮演了最后贷款人和最后投资人的角色。必要的话，美联储尽可以多印钞票。所以，那种认为我们无法再找到新的资金来源的说法并不完全正确。

更具有说服力的是，这次的危机并不仅限于金融市场的某一部分，而是波及整个金融体系。每过一天，就有更多证据表明，这场危机不会作为一次成功的测试而告终。市场的分崩离析已经证明金融监管当局试图控制局面的努力皆是徒劳。中央银行成功地向银行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

体系注入了流动性，但是银行信贷向实体经济的流动被切断，这比以前任何一次危机都要严重，持续的时间也会更长。这是自大萧条以来国际金融体系首次真正濒临坍塌的命运。这也是本轮危机与以前危机的关键区别。

是什么导致当前的危机与以前不同？中央银行发挥着与以前一样的反周期作用。它们这一次的反应慢了半拍，部分是由于它们可能真的相信次贷危机是孤立的现象，也可能出于对道德风险的忧虑。不管怎么样，它们出手晚了。但是一旦情况变得明朗，金融部门开始影响到实体经济了，当局就如一贯所做的那样实施货币政策和财政政策刺激手段。它们刺激经济的能力受到三方面因素的限制：第一，近年来金融创新失去节制，最近推出的一些市场和金融工具已被证实是错的，并且正在消失。第二，世界其他地区持有美元的意愿降低了，这限制了美国金融监管当局实施反周期政策的能力，原因在于这些政策可能导致美元贬值和通货膨胀失去控制。美国的处境让人想起外围国家所处的境地。换句话说，美国已经丧失了其过去在全球金融体系中不可置辩的控制地位。第三，银行的资本基础受到严重侵蚀。它们无法很好地控制风险。银行的首要任务就是降低风险暴露敞口，因此，它们不愿意，并且也无法把美联储提供给自己的流动性再以贷款形式传导到客户端，导致货币政策刺激手段失效。这三项因素使经济下滑不可避免，使得原本可以是一次成功的试错变成了一个时代的终结。

我提出的这三项因素与导致超级泡沫的三大缺陷之间密切相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关。它们给超级泡沫提供了非凡的力量，但是我们必须注意不要过度地强调超级泡沫的作用，我们也不应像里根总统对市场那样，对超级泡沫赋予魔力。暴涨—暴跌模型没有什么预设或强制条件，它只不过是金融市场反身性关系的一个明证而已。它也并非孤立存在，有时候，这一模型被当做孤立的现象来研究，那是房地产泡沫，不过，即便是合成工具，如债务担保债券和债务担保债券二代之类的产品，以及可交易指数等都改变了事件的进程。正如我们所见到的，超级泡沫更为复杂，因为它包含更多泡沫，也受众多因素影响。我曾经提到它们当中的一些，例如商品价格大涨，中国的崛起等。当我试图重建超级泡沫的历史时，我应该提供更多的细节。在此，我想提醒那些寻求把事件进程置于预设模型的人，要当心前面的陷阱，不要忽视其他很多没有考虑到的重要因素。正确的做法是让这一模型符合实际的事件发展过程。就这样，我有了这个关于超级泡沫的想法。

反身性

我在谈新范式时，脑子里并没有想到暴涨—暴跌模型。我想的是反身性理论。暴涨—暴跌模型只是反身性的一个有说服力的例证。它之所以有说服力是因为它描述了市场行为与流行范式存在直接的矛盾，流行范式认为市场会趋向均衡。此时在市场处于动荡时，它应该更有说服力。流行范式不能解释现状，而反身性理论能做到这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一点。现在，要求废除流行范式的声音更加强烈了。那种认为市场会自动趋向均衡的观念直接导致了当前的市场动荡，它怂恿监管当局放弃其职权，而依赖市场机制去做自我修正。价格（尽管会随机波动）会回归到均值的想法曾经是合成金融工具和投资的指导原则，但现在这些工具都已经分崩离析了。

反身性理论与均衡理论的性质不同。均衡理论自认为是科学的理论，是符合卡尔·波普科学方法论的。它带有普适性，可以反过来用于确定性预测和解释，这与自然科学的理论类似。但反身性理论不这样认为。反身性理论宣称：反身性，不管何时发生，都会向事件的过程加入不确定性和模糊性，因此，想找到能提供确定预测的理论是徒劳的。

我认为，反身性理论可以比流行范式更好地解释目前的状况。但是我承认，它做不了旧范式所能做到的事情。它无法提供像自然科学那样的普适性。反身性理论认为，社会活动与自然现象有着本质的区别。具有思考能力的参与者会把他们的偏见和错误观念带到事件的过程中，于是增加了其不确定性。事情一般沿着单向的路径发展变化，那不是由普适的法则预先确定好的，而是出于参与者的观点与真实事态之间的反身性互动。相应地，与预测未来相比，反身性理论在解释事件方面更有把握。这与我们对科学理论的期望大不相同。社会科学家，特别是经济学家如果承认反身性，他们就应该彻底修正自己对世界的解释方式，这也正是阻碍反身性成为通行范式的原因。当前金融危机的严重性或许能有利于反身性理论在这方面取得一些突破。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我的理论已提出有20年了，但是一直未受到重视。就连我自己也开始怀疑它的意义所在。我要承认，我的说明还不够精确和连贯，即便现在我还有改进余地。但是我不再怀疑的是，我提出的新范式可以比流行范式更好地解释当前的危机。这一新范式能够发展到多远尚不得而知。这是我一个人所能尽的最大努力了，其他人应该关注并参与进来，正是这一点促使我撰写了本书。

根据新范式，金融市场上发生的事件可以更好地被解释成历史的一种形式。过去已经确定无疑，未来则是不确定的。因此，解释当前状况如何形成比预测未来更加容易。目前，不是一种，而是几种反身性过程在同时运行，这使得事情的发展具有很多种可能性，但是解释清楚仍然很难。历史尽管已经是唯一确定的了，但过于芜杂，除非能把其过程和其中的个体事件数量减少到可以处理的程度，否则是很难弄清楚的。这才是超级泡沫假说的用武之地。在研究历史时，一种假说可以帮助你挑拣出哪些才是值得考虑的事件。

用超级泡沫假说也许可以创造出一部全面的第二次世界大战后到当前金融危机的金融发展史，但这已经超出本书范畴，也是我力所不及的。在第6章，我将讲述自己在金融市场半个多世纪的经历，这是关于那个年代的一部个人史。我认为它比详细的历史叙述更具有启发性。之后，我把经验向前推进一步。在2008年年初，我记录了我对全年的展望以及随后我的观点变化。这种实时的体验就是为了说明我的想法如何应用于实践。第8章，我开始讨论一些可能的对策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第6章 一个成功投机者的自传



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在金融市场浸淫半个多世纪的一个好处是，我对这一市场的演进拥有个人的记忆。在我的职业生涯中，我见证了它们天翻地覆的变化。今天被视为稀奇古怪的现象在过去某个时间可能被认为是稀松平常的小事，甚或是不可避免的，反之亦然。今天广泛运用的金融工具和理财技巧在从前是无法想见的。我记得当我还是名专门从事权证和可转换债券的套利交易员时，梦想着从股票中创造出可交易权证，当然那不被监管当局允许。当时我根本无法想象今天在市场上会有这么大规模的合成工具交易。

第二次世界大战结束时，金融业——银行、证券行以及其他金融机构在经济中发挥的作用与今天有天壤之别，银行和市场受到严格监管。总的信贷规模占经济的比重远远小于今天它们所占的比重，用不同抵押品融资的规模也非常小。住房抵押贷款规定至少20%的首付款，股票质押借款受到严格的保证金比例限制，贷款不得超过抵押物价值的50%。过去曾要求首付的汽车贷款如今大部分被汽车租赁所取代。当时没有信用卡，几乎没有什么不安全的信贷。金融机构的市值只占美国股票市场市值的一小部分。在纽约股票交易所上市的金融类股票凤毛麟角。大多数银行的股票在场外市场交易，而且其中大部分要提前预约才可以交易。

大多数国家对国际金融交易的监管十分严格，国际资本流动也很少见。布雷顿森林体系机构（指国际货币基金组织、世界银行等机构）的建立就是为了支持国际交易，补充私人部门国际投资的缺乏。这一体系是由美国主导，并在约翰·梅纳德·凯恩斯领导的英

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国代表团协商下问世的。英国人提建议，美国人具体部署。布雷顿森林体系机构的股东是发达国家的政府，美国拥有否决权。

尽管国际金融体系名义上是基于金本位，但实际上美元担当着国际货币角色。黄金价格是以美元固定的。在一段时期内，英联邦国家依然与英镑绑定，但是随着英镑不断贬值，英镑区逐渐解体。战后美元短缺，美国着手实施马歇尔计划重建欧洲。渐渐地，美元短缺的情况得到缓解，随着欧洲共同市场的建立，以及日本的复苏（得到亚洲“小虎”们的模仿），情况再度逆转。大规模资本流动、贸易赤字、越南战争，这些因素加在一起使美元受压。但是国际金融体系的控制权依然牢牢掌握在发达国家手中，美国仍处于主导。1971年8月15日，美元兑换黄金的安排被中止后，美元成为各国中央银行储备中的主要货币。

1954年，我作为伦敦一家商业银行见习生的身份开始了我的职业生涯，开始学习股票套利交易。套利指的是从不同市场间的小幅价差中获利。当时，国际上交易的主要是石油股和黄金股，规定使用一种特殊的货币，即转换英镑（switch sterling），或升水美元（premium dollars）。官方的汇率是固定的，但是用于资金交易的货币会根据供求变化而在官方规定的区间内有所浮动。

1956年，我移居美国。在欧洲共同市场成立后，人们热衷于投资欧洲证券，于是，我也积极投身其中，从事交易、证券分析和市场销售。这项业务在1963年戛然而止，因为当时约翰 F. 肯尼迪总统推出了一项所谓的利息平衡税（interest equalization tax），即对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在海外购买外国证券强征15%的额外费用。后来我渐渐把注意力转移到美国的证券上，最初作为一名分析员，后来成为对冲基金经理。我是第一代对冲基金经理，当时最早从事这一行当的人屈指可数。

作为一名分析员，我见证了银行业的逐步崛起。1972年，我写了一份题为《成长性银行股案例》（*The Case for Growth Banks*）的报告。当时的银行被认为是最贪婪的机构。管理层受到20世纪30年代失败的重创，对安全性的顾虑优先于利润和增长。该行业的结构实际上被监管限制得死死的。跨州的扩张都受到禁止，在一些州，甚至连设立支行都是非法的。一个缺乏活力的行业吸引的是一些缺乏活力的平庸人士，这一行业很少有什么创新的举动。银行股为那些追逐资本利得的投资者所冷落。

在报告中，我谈到情况正在发生变化，但是投资者并没有意识到这种变化。受过商学院教育，并以利润为出发点来考虑问题的新一代银行家正在成长。新思维的精神中心位于沃尔特·瑞斯顿（Walter Wriston）领导下的第一国民城市银行（First National City Bank），在那里接受培训的人奔赴四方，在其他银行担任高管。各种新型金融工具不断问世，一些银行开始更加大胆地运用其资本，创下了盈利可观的业绩。当时最出色的银行的资本利润率（return on equity）超过13%。在其他任何一个行业，这样高的资本利润率，再加上增长超过10%的每股收益，其股票在市场上的发行价将大大高于其净资产价值。但是，尽管如此，银行股发行的溢价却很低甚至没有。不过，许多银行已经达到了当时标准所能接受的审慎杠杆

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的极限，它们若想继续增长，就需要补充更多的资本。在这一背景下，第一国民城市银行还组织晚宴宴请了证券分析师，这在当时的银行业可是前所未有的事。

这件事推动我出版了我的报告。我在报告中说，银行股即将复苏，原因是管理层将讲出好故事，他们已经开始讲了。事实上，银行股不出所料地在1972年走出好行情，我为我的对冲基金购买的成长性银行股盈利达到约50%。

接下来爆发了1973年的石油危机，货币中心银行参与到石油美元循环交易中。欧洲美元市场诞生，国际借贷大潮开始。大多数业务在国外展开，美国的银行设立控股公司以规避国内的监管。许多新型金融工具和融资技巧应运而生。与几年前相比，银行业变得发达了许多。1973～1979年，真正的国际信贷风暴发生了。这就是20世纪70年代全球通货膨胀的基础。美国并没有置身其中，它正受到经济滞胀的折磨，即通胀上升伴随着高失业率。

1979年，第二次石油危机加剧了通胀压力。为了控制通胀，美联储采纳了米尔顿·弗里德曼提出的货币学派规则。美联储放弃了之前一直实行的控制短期利率的做法，改为货币供应量设置目标，允许联邦基金利率自由浮动。1979年10月，美联储推出了新政策，当罗纳德·里根总统就任时，利率已经处于历史高位。

里根总统信奉供给学派的经济学政策及强大的军事实力。在他的首份预算中，他削减了税收，同时增加了军费开支。尽管同时采取了措施减少国内支出，但是储蓄仍无法抵消另外两项开支。这导

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致了大规模财政赤字。

由于预算赤字要在严格的货币供应目标的限度内执行，利率上升到前所未有的高水平。财政政策和货币政策之间的冲突不但没有使经济扩张，反而导致严重的衰退。超出预料的高利率，加上美国的衰退使得墨西哥在1982年威胁说无法偿还其国际债务。这便是20世纪80年代国际银行业危机的开端，这次危机打击了拉美和其他一些发展中国家。

美联储对这次危机的反应是放松了对货币供应量的控制。财政预算赤字进一步上升。随着控制放松，经济开始起飞，正如衰退时的严重，复苏的动能同样巨大。这得益于家庭和公司的大量支出，当然银行系统的煽风点火也功不可没。军费开支开始上升，家庭的实际收入上升，公司也受益于美元贬值和其他减税政策。银行急于放贷，因为实际上任何新发放的贷款都会改善其贷款组合的质量。这些因素引发了强劲的需求，使利率在经历了初始下降后又稳定在历史高位，并最终再度上扬。受到金融资产高回报率以及里根政府所激发的信心的刺激，外国资本再度流入美国，美元升值。看涨的货币加上走高的利率使得美元受到追捧。强劲的美元使美国进口增加，有助于满足其不断增长的需求，并使物价保持低位。这时，经济出现了自我强化（self-reinforcing）的局面，其中，强劲的经济、强势的货币、大规模的财政赤字和大规模贸易赤字相互作用，创造了无通胀的增长。在《金融炼金术》一书中，我把这种循环关系称做“里根的大循环”（Reagan's Imperial Circle），因为它从国外同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时引来商品和资本，建立起强大的军事实力。这使得该循环内良而外恶，[1] 这就是美国经常项目赤字的开始，也是美国成为最终消费者的发端，这局面几经轮回，持续至今。

国际银行业危机因为监管当局积极而富于想象力的干预而得到控制。仅向银行系统注入流动性是不够的，由主权国家借款人所发放的贷款远远超过了银行的自有资本。如果这些主权国家违约，银行体系就会丧失支付能力。最近一次发生这种情况是在1932年，它导致了大萧条。由于前车之鉴，人们不接受那样的情况再出现。因而，中央银行超越传统职权，联手救助（bail out）债务国。1974年英国就有先例，当时英格兰银行决定救助那些在其管辖范围之外的所谓“边缘银行”（fringe banks），当时那些边缘银行曾向英国几家大型清算银行举借了巨额债务，这一救助行动使得清算银行没有遭到外界的任何怀疑。[2] 在1982年的危机中首次将救助债务人的策略运用到国际范围。

中央银行并没有足够的权力来执行这一策略，这就需要所有债权国政府参与，并由国际货币基金组织发挥主要作用。救助计划由各个国家综合而成。通常而言，商业银行提出它们的承诺，国际货币机构注入新资金，债务国同意执行改善国际收支的紧缩方案。大多数情况下，商业银行还需要拿出更多资金，以便使债务国有能力支付利息。国际合作使救助方案取得显著成效，参与方包括国际货

[1] 我用“里根的大循环”指的是与暴涨—暴跌模式相区别的循环反身性过程。
[2] 这也成为2008年3月救助贝尔斯登公司的先例。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

币基金组织、国际清算银行、一些政府和中央银行，以及更多的商业银行。以墨西哥为例，共有500多家商业银行参与其中。

我亲历了这场危机及其解决，从中所学甚多，我着迷于其所涉及的系统性事务。我写了一系列的报告，摩根士丹利发布了这些报告，其中，我分析了这一由国际金融当局打造的权宜方案。我称之为“信贷联合体系”(Collective System of Lending)。这种联合体系出于对借款国的担忧而把大家绑在一起一致行动。相应地，也就必须不惜一切代价保护债务的完整状态。债务国为此只能各显神通，有的债务国在偿债方式上得到了债权人的让步，但每一次让步都对应未来必须履行更多的义务。债务国接受了这一提议，既是为了确保还能从资本市场上得到融资，也是为了避免资产被查封，同时也是出于对未知事态的担忧。紧缩计划的确改善了债务国的国际收支，但是这种改善还是赶不上债务累计的速度。考虑到这一问题，银行建立了坏账储备金，但在我写《金融炼金术》讲述这一历史时，还都没有找到方法既把这些储备金转给债务国，又不打破联合一致行动原则。最终，布雷迪债务解决了这个问题，但大多数拉美国家也失去了10年的经济增长。

此前发生信贷危机时，都会对犯过错误的机构实施更为严格的监管以防止危机再度发生。但是，里根执政时期市场原教旨主义思想大行其道，在其观点的影响下，国际银行业危机导致了与上述相反的后果：美国的银行反而在赚钱上获得了更多的自由。实际上，大萧条时期对银行施加的种种限制都被逐渐取消了，银行得到允许

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

扩展分支机构、跨州并购、从事新的业务等。投资银行业务和商业银行业务的分离先是模糊不清，后来干脆完全取消了。由于受到了信贷联合体系的惩罚，银行都急于避免在其资产负债表上持有贷款；它们更乐衷于把这些贷款打包后出售给那些并不受制于监管当局的投资者。于是，更复杂的金融工具诞生了，出现了使资产游离于资产负债表外的新手段，那正是超级大泡沫刚吹起来的时候。

新发明的金融工具、新推出的交易和融资技术具有致命的弱点。它们是建立在金融市场均衡的假设上：市场价格也许会暂时背离均衡，但是这种背离是随机的，最终仍会回归均值，史可明鉴。这种假设没有考虑到，新工具和新技术的出现会把金融市场功能冲击得面目全非，出乎所有人的意料。我以个人经验证明：当我在离开几年后于20世纪90年代初期重返金融市场时，我简直是晕头转向。

我认为全球化和超级大泡沫发端于1980年，当时罗纳德·里根和玛格丽特·撒切尔开始当政。从那开始的一段时间，某个局部市场时不时就会崩溃。20世纪70年代的贷款热潮演变为1982年的国际银行业危机。到1987年，投资组合保险（portfolio insurance）的过度使用使股票市场遭致前所未有的惨跌。投资组合保险包括触碰失效的期权（knock-out option）的使用，由于它们应用范围广泛，在行权时必然导致灾难性的中断情形。在其他市场上也出现了类似情况，只是规模小一些。我在美元兑日元汇率市场上就亲历过一回。住房抵押贷款分层打包操作导致了1994年发生了“毒垃圾”层（“toxic

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

waste” tranche）债券的小规模危机，一些机构因此受损。1998年以俄罗斯违约事件为代表的新兴市场危机导致长期资本管理公司破产。长期资本管理公司是一家规模极大的对冲基金，它在交易中使用了超高的杠杆，威胁到了金融体系的稳定。这促使美联储降低利率，并安排长期资本管理公司的债权人对其实施救助。这些事件并没有带来任何监管体制上的改革，相反，金融体系承受住这些压力的能力更加助长了流行的市场原教旨主义信条，也使得监管环境更为宽松。

接下来就是2000年互联网泡沫的破灭，以及2001年“9·11”事件。为防止衰退，美联储把联邦基金利率降低到1%，并将其一直保持到2004年6月。这造成了房地产泡沫，而金融创新在其中也起到重要作用。随着风险的分散，就会有更多的冒险举措。不幸的是，风险从那些本来了解风险的人那里传递给了那些不大懂得风险的人。更糟糕的是，新发明的这些方法和工具复杂到连监管当局都无法计算出其中的风险到底有多大。人们开始依赖由机构自己开发的风险控制方法。最新的商业银行资本充足监管国际协定——《巴塞尔新资本协议》（Basel II）允许大型银行依靠自身的风险管理系统。在评级机构中也发生过类似情况，评级机构本来应该去评估金融工具的信用度，但它们也开始依赖这些金融工具设计者们所提供的计算方法了。

最让我感到震惊的是监管当局放弃监管权力。如果监管当局算不出风险有多大，它们就不应该允许那些机构在它们的监管下从事

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些业务。银行的风险模型建立在系统自身稳定的假设之上。但是，与市场原教旨主义信条相反的是，金融市场的稳定性并非一成不变，它必须要依靠监管当局的积极维护。监管者仅依赖于市场参与者自己对风险的计量，放松了警惕，在一段时期内任由信贷无节制地扩张。具体而言，风险价值的计量基础是过去的经验。但既然信贷扩张毫无节制，那么过去的经验对当前状况也就没有指导意义了。风险价值计算用的是2倍和3倍标准差。高标准差的小概率情形本来是特别罕见的情况，但此时却频频出现。这本该是个警告，但几乎被监管当局和市场参与者所忽略。他们所做的就是推出压力测试，以衡量他们对未预期的情况准备得有多充分。

类似地，各种住房抵押贷款合成证券是建立在美国住房价值整体不会下降的假设上的，人们认为个别地区房价也许会有变动，但是整体市场会一直处于稳定。这使得能在各地区分散风险的证券看起来似乎比单个住房抵押贷款更为安全。这一假设忽视了美国全国范围真的发生房地产大泡沫的可能性。

监管当局应该有更清醒的认识。毕竟，他们应该时不时地进行干预，而且它们知道干预会产生道德风险。但监管当局只是口头重视道德风险，当市场真的下跌时，它们又开始挽救那些机构，因为这些机构太大以至于不能让它倒闭（too big to fail）。监管当局知道它们的干预会带来不对称的激励，会导致大规模的信贷扩张，但是它们被市场原教旨主义情绪影响得失去了自制力，这种情绪认为市场具有自我监管的能力。这就是信贷扩张为何最终发展到不可持

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续地步的原因。

对信贷扩张实施控制的正确时机应该是在扩张的过程中。中央银行确实对物价和工资上涨采取了对策，但是对防止资产价格上涨却并没有给予足够重视。[⊖] 艾伦·格林斯潘猛烈抨击1996年12月股票市场的“非理性繁荣”（irrational exuberance），但在言辞之外却没有采取任何行动。当他的话并没有起到作用时，他就缄口不言了。格林斯潘对经济发展过程的理解比多数专家都要深刻，他知道在表达观点时如何运用操控功能。他的前瞻性、看问题的动态视角给我留下深刻印象，这一点与静态的、只知道看后视镜进行评估的欧洲中央银行家们不大相同。不过，他也不是十全十美，他把受艾茵·兰德女士启迪的政治观点融入其作为美联储主席的实务中可就不那么对劲儿了。他支持布什总统为占人口1%的富人减税，同意减少社会保障服务和机动开支来减少预算赤字。格林斯潘将联邦基金利率保持在1%的时间过长，很可能是为了帮助布什赢得2004年的总统大选，让他对房地产泡沫负责是不为过的。

本·伯南克更像是个理论家，他不具备格林斯潘那种操控市场的能力。他和英格兰银行的墨文·金两人都对道德风险表示过极度的担心，这也导致他们对2007年房地产市场泡沫破裂的反应迟钝。监管当局一贯忽视或低估住房抵押贷款行业的过度滥行，以及它们对实体经济的影响。这就是美联储为什么如此后知后觉。美联储拥有监管住房抵押贷款行业的法定权力，但却没有实行。在这一阶段，

⊖ 美联储关注的是扣除能源和食品以外的所谓核心物价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

财政部整体上也很被动，只是当危机明显加深时，才采取了积极措施。在住房抵押贷款行业陷入停顿时，财政部才推出了针对该行业的新的监管规则。它把自己限制在鼓励债权人自愿合作来减轻损失的层面。在20世纪80年代的国际银行业危机时，财政部就采取过这种措施，也起过作用，因为中央银行对相关的商业银行拥有直接的影响力。但是当前这场危机却相对更为复杂，因为住房抵押贷款被层层切割、再打包、销售，依靠不知出处的参与者来自愿合作几乎是不可能的。那种推出一个所谓的超级结构投资工具（super-SIV）来接盘各种结构化投资工具所持资产的努力也胎死腹中。那种旨在帮助那些面临月供迅速上扬（他们现在享受的较低的诱惑利率在18个月内将到期）的借款人脱困的做法所起的作用更是微乎其微。住房抵押贷款服务公司自顾不暇，财务上捉襟见肘，根本没有自愿整顿的动机。这种情况涉及的人数约为230万，他们当中的许多人都受到赚钱不择手段的贷款商的愚弄。综合上述因素，这场房地产危机将造成深远的社会影响。不能指望本届政府能有多大作为，要靠下届政府来收拾残局。只有到那时，我们才会清楚情况到底有多惨。

我一直远远关注房地产泡沫的进展，原因是我并不积极参与管理我的基金。自从我的合伙人于2001年开始管理基金，我把我的对冲基金转型为相对稳健的投资实体，并把它重新命名为一家“捐赠基金”，其主要任务是管理我的基金会的资产。大多数钱都委托给外部经理人管理。不过，我可以清楚地看到超级泡沫还在变大，它注定要惨痛收场。我在2006年出版的一本书中已经预计到这一点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

持此观点的也大有人在。投资界明显地分为两派，一派是像我这样抱残守缺的老家伙，另一派是那些懂得如何使用新工具和技术并对之深信不疑的年轻一代。当然，他们当中也有例外，其中一个就站了出来，他就是约翰·保尔森（John Paulson)。保尔森为次级按揭证券购买了违约保险，他付出的保险费得到了十足的利润回报。我还请他共进午餐，看他到底做得怎么样。

2007年8月次贷危机爆发时，我就觉得情况十分严重，我不放心把我的财富的管理权交给别人。通过建立一个“宏观”交易账户，可以借此推翻修正其他人管理的任何头寸，就这样我收回了控制权。我认为发达国家，尤其是美国正在陷入很大的困境，但是在世界其他地方还有着强大的积极力量，特别是中国、印度，以及一些石油国和原材料生产国。我们在那些国家的股票市场都建立了大量的投资头寸。我想通过在发达国家大规模建立空头来保护这些投资。由于我缺乏对细节知识的学习掌握，我只会运用可交易的股票指数和货币等较简单的工具。即便如此，这项策略也相当成功。涨涨跌跌是常有的，当市场变得极度动荡时，把握空头寸可真是需要很大的勇气。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第7章 我对2008年的展望



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我在《金融炼金术》一书中，做了一个实时跟踪事态发展的实验，在做对冲基金经理的同时，我一边做出决策，一边做记录。我将在本章再重复做一次这样的实验。

2008年1月1日

反身性理论并没提供任何有力的预测。不过，它确实对辨别未来有所裨益。

（1）建立在美国利用其居于全球金融系统中心地位以及对国际储备货币进行控制长达60年的信贷扩张已经走到尽头。现有的金融危机将比过去类似的危机产生更严峻和更长期的后果。每次危机都包括暂时的信贷紧缩。中央银行将提供短期流动性，正如它们过去所做的那样，危机在发作期就会像以往一样得到控制；正如20世纪30年代那样，国际银行业将不会垮掉。但是在以前，每次危机过后都会出现新一轮受到低成本贷款和新形式信贷扩张所推动的经济增长。这一次则需要耗时更长来恢复增长。美联储降低利率的能力将受到世界其他地区持有美元和长期美元债务的国家的限制。一些近来推出的金融工具将被证明是不适当的，并遭到淘汰。一些大型金融机构将破产，信贷将更难获得。对特定抵押品的可贷额度将明显缩小，其成本也将上升。人们借款和冒险的意愿也会降低。最主要的信贷扩张方式之一——美元的经常项目赤字已经达到高峰。这些都会对美国经济造成负面影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（2）可以预见，银行业和投资银行业的角色将出现长期的改变。这些行业自1972年以来就一直在增长，不断推出复杂的新产品，并享受前所未有的宽松监管环境。我预计这一趋势将得到扭转。监管者将再次试图出手控制他们本应该严格监管的这一行业。他们能走多远要根据损失的程度而定。如果使用纳税人的钱，国会就会参与进来。在20世纪80年代末，金融股占美国股票市值的14%，90年代末占15%，2006年达到历史高峰23%。我预计10年内这一百分比将显著降低。2008年3月14日，这一数字降至18.2%。⊖

（3）由于不同力量的消长，没有什么根据来预计信贷紧缩的程度，或者世界经济下降有多长时间。中国、印度，以及一些石油国的经济都在蓬勃发展，也许不会受到美国金融危机和衰退的严重影响。美国自身的衰退将因经常项目赤字的改善而得到缓冲。

（4）布什政府领导下的美国没能担当恰当的政治领导。其结果是，美国在世界上的实力与影响力都严重滑坡。随着油价上升和世界其他地区持有美元的意愿降低，入侵伊拉克的行动还有烂摊子要收拾。美国的衰退，中国、印度和石油国的实力增长将加速美国影响力的下降。目前以美国政府债券形式存在的货币储备势必将显著地转向不动产投资。这将增强并延长现有的商品价格涨势，并带来通货膨胀。被广泛作为储备货币的美元贬值将导致深远的政治后果，

⊖ 数据来源于Factset研究系统公司（分析数据库）。金融股包括主要银行、地区性银行、储蓄银行、金融租赁公司、投资银行、投资管理公司、金融综合集团、保险公司，以及房地产信托投资公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

打破既有的国际秩序。总体而言，我们会在新秩序诞生之前度过一段巨大的不确定性和金融财富的毁坏时期。

这些看法过于宏观，可能对制定实务决策用处不大。但是理论本身，加上已知的事实并不会使我们看得多远。事实上，我正在尽可能地向前推动它。要想更具体的话，就要编造了。

随着我们步入新的一年，我发现金融市场更多地关注流动性危机，而对长期的后果认识不足。中央银行知道如何提供流动性，并将全力以赴这么做。它们已经比以往任何时候更多地向住房抵押贷款市场广泛提供大量资金。所以危机的爆发期注定会缓解，但是附带结果还没到来。投资者和大众都失去判断。他们认为金融当局——美联储和政府——会全力以赴避免衰退。我认为它们不会这样做，一方面是因为商品市场的繁荣，另一方面是因为美元的脆弱，这两方面因素相互影响。世界持有美元的意愿正在动摇。流通的美元本来早已过多，持有者很想采取多元化举措。主要的可选储备货币欧元已经升到了不可持续的高度，而它仍处于升值压力之下。中国人民币的升值幅度低于欧元，使中欧之间的贸易摩擦增多。这需要采取些行动。我认为人民币将会以更大速度升值。人民币远期交易的升水已经超过每年8%。我认为实际的升值将会更高，尽管我说不出幅度到底是多少。中国政府的想法很难去猜测，但下述原因说明它们为何要朝着这一方向走。最重要的是美国的保护主义的威胁，欧洲现在也出现这样的状况。升值的货币有助于缓解由大规模贸易顺差导致的不满，它还有助于降低通胀，通胀在中国已经成为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个问题。因为通胀主要是由于进口能源和食品成本上升所推动的，所以货币升值是直接的应对之策。过去，农业部门反对人民币升值，随着食品价格走高，这方面的考虑已经减弱。这些都是有利的，但是很难预料人民币升值究竟会带来哪些问题。

中国的问题在于真实的资本成本已经是负的，货币升值又会使其进一步走低。这会导致资产泡沫。

美国的问题在于人民币升值会导致沃尔玛所售商品的价格上升。在衰退情况下的小幅物价上升可能是件好事，但是美联储会担心货币的稳定性。我认为美联储将继续按一定幅度降低利率，在没什么干扰的情况下，每次公开市场委员会都会降低0.25个百分点，但是当长期利率转为上升时，美联储对刺激经济的能力也就达到了极限。再强调一次，我不知道这一时刻何时到来，但是我期望它越早越好。

对衰退的前景展望有许多不确定性。多数经济预测仍认为衰退的几率是50%。我不同意这样的看法。5年内，房价将至少下降20%，使房价与家庭收入之比回归到正常的水平。我的暴涨—暴跌理论告诉我，房价将暂时回落到正常比例关系以下，以便使市场出清。这意味着房价将在一年内下降20%左右，或者数年内市场并不出清。如此强度的下降必然会影响到消费者支出、就业，以及整体的商业活动。唯一与之对抗的力量就是出口的增强，但是这会随着世界其他地区经济的放缓而减弱。消费者支出依然强劲，预期仍然是正面的，65%的住房所有者期待他们的住房价值有所上升。我的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

暴涨—暴跌理论告诉我，在参与者普遍悲观时，经济往往就开始恢复。是否处于衰退现在还存有争议，但我认为2008年步入衰退是个不争的话题。

金融机构的倒闭也还没有开始。2007年年底的数据总会有些令人不愉快的出人意料之处，衰退注定会导致更多损失。很可能会爆出更多冷门。基于商业地产，特别是大型购物中心的债务担保债券产品很可能会变得一塌糊涂。银行会根据资产负债表情况出售信贷违约互换，随着衰退加剧，还会有一些违约发生。只有当所有隐藏的债务完全暴露出来以后，市场才会全面恢复。通过主要从主权财富基金筹集资本的途径，大型投资银行非常努力地改善自己的资产负债表。这些主权财富基金希望成为银行业的救星，但是它们的胃口可能很快就会腻。这也许是把风险转移给那些不太懂风险的人的一种方式，第一批投资者投的钱可能是太多了。

欧洲受到的冲击可能会和美国一样大。自身存在房地产泡沫的西班牙，以及英国（考虑到伦敦作为金融中心的重要性）尤其脆弱。欧洲的银行和养老基金的资产价值也十分堪忧，可能比美国的银行还严重。欧洲和英镑的升值也正在伤害欧洲经济。日本经济已经表现很差了。发达国家加在一起占世界经济总量的七成。不过，我所质疑的是全球经济是否会步入衰退，因为石油国和一些发展中国家的经济正在高速发展。传统的说法是，美国打喷嚏，全世界就感冒。过去这是对的，但以后不会再是这样了。

中国正在经历结构性改革的巨变，由负的实际利率导致的资产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

泡沫是这一过程的主因。

我于2005年10月访华，尽管我不再活跃于投资舞台，但是我在那里看到了比我职业生涯中任何时候都好的投资机会。中国经济在过去10年中持续以10%的速度增长，但是公司的盈利却没有同步增长，在经历过股市初建的亢奋期之后，股市连续4年处于熊市。政府刚刚宣布在未来两年内要通过股权分置改革把所有国有股变成流通股份。我看到了一生当中绝佳的投资机会，但是我不愿重新再去搞投资，况且我也没找到合适的中国人作为投资合作伙伴。我们确实在中国投了一些钱开展业务，但是在这种情况下，那些钱并不够。自那以后，上证指数上涨了4倍多。

中国对其他新兴市场经济具有相当大的影响力。它对原材料表现出永不满足的胃口，成为商品市场和干散货运市场繁荣的主要推动力。尽管对世界经济的增长预期是下降的，但铁矿石价格在2009年内估计会上涨30%，而中国正是最大的消费者。中国在矿业、石油和其他原材料生产企业方面大举出手并购。它还以优惠的利率对非洲国家提供长期贷款，在为非洲提供融资方面成为西方国家的竞争对手。中国还成为许多亚洲国家的主要贸易伙伴。

毫无疑问，发达国家的衰退将反过来影响中国的出口，不过中国国内经济的拉动以及针对发展中国家的出口会有利地弥补这一点。增长率将下降，但是受负实际利率影响的泡沫还会进一步增长。股票指数显然不会再以2007年的幅度增长。事实上，它也许完全不会增长，但是新股发行上市和市场的总规模将不断增长。经济结构

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

改革将进一步深化，亏损的国有企业将越来越少，我所称的超级国有企业——那些从国有企业中分拆出来、得到妥善经营，并从母公司吸收更多资产而证明其高股价的企业——将成为市场主导力量。这一进程将与我在《金融炼金术》一书的“美国的寡头独占化”一章中所称的并购狂潮相类似，但更为热闹。这可能导致坏局，也可能不会，但是不管怎样这都是几年后的事情了。我判断，中国将会以广泛的回旋余地度过当前的金融危机及之后的衰退，并获得相当可观的实力。

对中国的长期展望是高度不确定的。不管怎么样，中国对美国优势地位的挑战比乔治 W. 布什当选时所能预见的要早得多。这是美国新世纪计划一个多么具有讽刺意味的成果！如何与冉冉升起的中国在世界秩序中相处将是下届政府最具挑战性的任务。

2006年圣诞节期间我访问了印度，从投资的观点，我对印度的印象比对中国更加积极。尤其是从技术上讲，在印度投资比在中国投资更容易。过去印度的经济年增长率为3.5%，比人口增幅略高。现在这一增幅已经翻倍了。十多年前，现任总理辛格还是财政部长时就奠定了经济改革基础，经济活力改变要花上些时间。信息技术外包成为催化剂，其增长是显而易见的。2007年印度在这一行当中创造的新就业岗位占全球的一半以上，甚至到今天，它只占印度总就业人口的不到1%。这一行业已经度过了其获利高峰。熟练劳工短缺，货币升值影响了利润率，但是这一行业的活力已经扩散到经济的其他领域。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最引人注目的是安巴尼兄弟（Ambani brothers）。当他们的父亲，信实集团（Reliance Industries）的创始人去世时，兄弟两人分了家产，现在决定单干。他们的业务范围从石油冶炼、石油化工、离岸天然气开采，到金融服务和手机。离岸天然气的开发使印度能源在未来几年得以自给。穆开什·安巴尼（Mukesh Ambani）正在用石油和天然气业务获得的现金流来建立信实零售，把食品从生产者处直接送到消费者手上，这项大胆的计划将会把消费者和生产者的价格下降至少一半。

印度的基础设施滞后于中国，但是基础设施的投资正在增加，这得益于印度国内储蓄和来自石油储量丰富的海湾国家资本流入的推动。有大量印度人在海湾国家工作。在这种情况下，我预计印度经济将表现良好，尽管在其强劲表现后，股票市场可能会经历一次脆弱性调整。

世界经济的另一支力量来源是中东石油国（我没讨论俄罗斯，因为我不想在那里投资）。这些国家的外汇储备增速惊人。2006年，该数字为1220亿美元，2007年估计为1140亿美元，外汇储备总额约为5450亿美元。[⊖] 它们很希望使投资多元化，改变以美元债券主导的局面，它们都建立了主权财富基金，而这些基金规模都在迅速扩大。海湾国家决定利用其利廉能源的好处，在发展自身经济方面多投资，建立石油精炼和石油化工厂、炼铝厂以及其他重工业企业，

⊖ 据2007年10月的《国际货币基金组织世界经济和金融调查报告》。这些国家包括：巴林、伊朗、伊拉克、科威特、利比亚、阿曼、卡塔尔、沙特阿拉伯和阿联酋。沙特阿拉伯的总储备包括外国证券投资，这在公布的官方储备中被扣除在外。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它们的不足之处在于劳动力和设备短缺。由于它们有一定的比较优势，它们更愿意成为这些行业的领先者。阿布扎比决定把自己建设成能与迪拜抗衡的大都市。它们的外汇储备超过1万亿美元，而人口仅为160万（其中80%是外国人），它们完全可以胜任。由于发展过快造成了通胀压力，石油国强烈要求取消钉住美元的汇率制度。科威特早就这么做了，但是其他国家，特别是沙特阿拉伯在美国强大的政治压力下尚未采取行动。钉住美元的汇率制度，加上国内的通胀，造成石油国的实际利率为负。海湾股票市场早期经历过狂热上涨，而后又是大幅下跌，然后再复苏。负的实际利率吸引了海外的资本流入，这与中国的情形是一样的。这是汇率钉住美元的负面结果，尽管在海湾国家，科威特除外，这一钉住汇率制度还没有崩溃。我认为尽管伊朗方面有政治风险，但是该地区经济活力依然强劲，能够挺过世界经济下滑的影响。美国任何的降息措施都会增加该地区打破钉住美元汇率制的压力。

在国际金融体系中，主权财富基金正在成为一支重要力量。其现有规模估计在2.5万亿美元，并且在迅速增长。在挽救金融机构方面，这些基金已经投资了286.5亿美元。[⊖] 中国也在非洲投资了50亿美元。主权财富基金将起到最后贷款人和最后投资人的作用，这就像1987年股灾后日本所寻求担当的角色一样。但是主权财富基

⊖ 2007年7月13日，淡马锡控股公司向巴克莱银行投资20亿美元；2007年11月26日，阿布扎比投资局向花旗银行投资75亿美元；2007年12月10日，新加坡政府投资公司向瑞士银行投资97.5亿美元；2007年12月19日，中国投资公司向摩根士丹利投资50亿美元；2007年12月24日，淡马锡控股公司向美林投资44亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金比当时的日本金融机构来源更为复杂，而且它们投资的方式可能也各不相同。因为发生金融危机，它们才受到西方的欢迎，否则，情况可能就不一样了。还记得一家名为中国海洋石油服务公司的中国国有石油公司，在试图收购美国的尤尼科石油公司时遭到了美国政客的抵制。再有就是迪拜公司的例子，迪拜的世界港公司寻求控制美国的港口设施，也被美国出于政治目的而封杀。可以想见的是，主权财富基金向发展中国家投资也不错，关键是看那些接受投资的国家有多强的吸收能力。这有利于促进发展中国家的经济发展。若不受保护主义的阻碍的话，主权财富基金还将成为美国经济的重要利益攸关者。

全球经济下滑是否会导致全球衰退尚无定论。不过，可以比较肯定地预计，发展中国家的经济表现将比发达国家好得多。然而当原材料生产方面的投资造成产能过剩时，上述局面可能会最终逆转。

2007年，看多新兴市场，看淡发达国家的股票市场，这已是一项回报颇丰的投资策略。我预计在2008年情况还是如此，不过，重点要从纯看多转向纯看空。由于我的基金已从一家纯粹的对冲基金变成一家捐赠基金，而且我削弱了自己的管理权，因此我不便像在《金融炼金术》一书所说的从事实时投资实验那样对我们的投资状况做出详述。不过，我可以用一句话概括2008年的投资策略：看空美国和欧洲股票、看空10年期美国政府债券、看空美元；看多中国、印度、海湾国家股票和非美元货币。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2008年1月6日

实时投资实验在一开始的效果比我预想的要好。我们在多和空两方面以及货币方面都赚钱。只是在10年期美国政府债券方面的看空头寸没有实现我的初衷，但这是预料之中的。债券和股票的走势通常都是相反的。我买入这笔头寸时知道自己可能下手早了点儿，不过，随着美元贬值，我认为这一决定最终会是正确的。在当时的情况下，它降低了投资组合的波动性。为保持我们作为一个捐赠基金而不是一般对冲基金的特点，我们的投资相对稳健：我们一半以下的股票都未投在一个方向。不过，基金在3个交易日内的市值就涨了3%以上。

我开始考虑什么时候平掉我的空头寸。现在当然不是时候。市场刚开始意识到衰退来临，它会跌至2007年的低点以下。未来6个月内，出人意料的消息可能都是坏消息。我不寄希望于本届政府能够推出任何能显著改善市场状况的政策。当然，市场也可能在半年内找到交易的底部，但我不太擅长抄底。

2008年3月10日

我对2008年的预测总体上还是对的，但是还有一些小的偏差对事件的进程和我们的投资表现造成了重要影响。

- 金融体系的崩溃程度超出我的预料。就连我所不知道的一些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场，例如以拍卖方式出售的市政债券市场都瓦解了。信用价差继续扩大，亏损也在增加。银行和证券经纪公司提高了保证金比例要求，高杠杆化的对冲基金被要求减少杠杆交易，一些已经被关闭清算了。还有一些坏消息没爆出来。巨大的信用违约互换市场将崩盘。2008年第一季度的坏账核销将达到高峰。之后几个季度可能会有更多的亏损被披露出来，但是不会像第一季度那么高。

- 大宗商品市场的表现比我预期的要好。铁矿石价格上升了60%，而不是30%。黄金价格接近每盎司[⊖]1000美元。
- 美联储的政策左右剧烈摇摆不定，超出了我的想象。1月22日，它在一次紧急会议上把联邦基金利率前所未有地降低了0.75个百分点，在1月30日的例会上又降低了0.5个百分点。
- 尽管取得不错的成果，但是美联储仍无法把住房抵押贷款利率压下来，不过，原因出乎我预料之外。推动住房抵押贷款利率走高的原因不是越来越高的收益率曲线，而是信用价差的扩大。10年期政府债券的收益率大幅下降，我们的看空头寸亏损很大。
- 印度市场大幅下跌。我们未能及时抛出我们的多头寸，只能自咽苦果。在这个市场（中国对我们的影响还不大）的亏损大抵抵消了整体账户上的盈利。结果是，我们勉强跑赢全年。

在增加我们在美元、美国和欧洲股票指数和金融股的空头寸，

⊖ 1盎司＝28.3495克。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小幅降低政府债券的空头寸后，我们对眼前阶段的准备比较充分了。我以为1月份股市还会探底，金融股还会创下新低，但是出乎意料市场竟然整体维持了升势。这可能会使交易有所反弹，但是我预计未来几个月股市还得探底。

最近一名首席投资官新加盟我的团队，这使我得以远离市场。我们打算在市场探底时把一些或大部分金融股空头平仓，也可能在底部买入一些受惠于弱势美元的公司股票，然后在股市反弹时再做空。新来的首席投资官对债券市场了如指掌，他正在对一些较高评级的住房抵押贷款证券指数建仓，并打算在适当时机提高我们在长期政府债券上的空头寸。

2008年3月16日

这一星期真是波澜起伏。对冲基金的杠杆交易比率持续下降，一些甚至被强行关闭清算，使证券价格有下行压力，同时也推高了信用价差。美元汇率开始创下新低，1欧元对美元比价突破1.55，日元对美元比价升至100以内。中国的人民币和海湾国家的货币都在硬撑着钉住美元。星期四，贝尔斯登声誉扫地，迫使美联储于周五通过摩根大通，向贝尔斯登开放信贷窗口施以援手。市场明显出现恐慌情绪。我们继续增持美元空仓，但是股票市场的下跌和政府债券的持续上涨，让我们很难受。星期五，我们还买入了一些贝尔斯登的股票，同时卖出一些贝尔斯登的信用违约互换，这可是我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一次交易这种产品。我们预计贝尔斯登将在周末被美联储拍卖。我们下了一个临时的短期投资赌注，到星期一，要么就赚钱，要么就赔掉。目前的结果是马马虎虎，基金还是在努力挣扎，宏观账户还能赚点钱，但基金的其他部分却亏了。唯一带来安慰的是这一投资组合的波动性比市场的波动性低得多，要是能因此而赚钱就更好了。

2008年3月20日

又是多事的一周。贝尔斯登被以每股2美元的价格强迫拍卖给摩根大通。我们赌对了一半：我们卖信用违约互换赚了钱，但是在持股方面亏损，两相扯平了。贝尔斯登的股东很不乐意，但是很无奈。我们忽略了贝尔斯登并不被当局所青睐，美联储可能会通过教训股东来对付道德风险。

市场对美联储的行动感到震惊，星期一出现大举抛售。我们用这个机会卖掉了剩余的金融股，到星期二早上时，我们的股票投资几乎不赔不赚，赌的是星期一受到抛压的雷曼兄弟公司能够经受住考验。我们判断对了。当美联储再次下调利率75个基点后，股市经历了年初以来最大的一波反弹。本可以抢一次反弹，估计上涨怎么也得持续几个星期吧，但是股票市场一反常态，到星期三就反转下跌了。在每次暴涨—暴跌之后，人们就会认为通常的规则不管用了，但它们常常还在起作用。这次情况真的不同，证明我所认为的，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

次危机与其他几次不一样。总结而言，星期四早上，美元大幅反弹，对宏观账户造成一些损失。基金目前处于一年来的亏损状态。我认为美元上升是由于投机头寸的流动，一些是迫不得已，一些是技术性的。我打算保持我的头寸，但是我预计未来亏损会加深。杠杆低的一个好处是我能亏得起。

因为手稿要交出版商出版，我不得不结束我的实时投资记录实验。我宁愿在整个基金盘子还处于盈利状态下做个了结，而不仅仅是宏观账户盈利，但是这一结果也许更适合于本书的目的。我们处于一个被迫降低杠杆比率和金融财富缩水的时期。这种形势你很难逃避。

2008年3月23日

在写作本书结论之际，我对2008年余下时间的预测有了新的看法。它将指导我的投资决策。在此，我将引用一些关键点来对实时实验做一总结。

美国政府最终将不得不利用纳税人的钱来稳定房价下跌的局势。直到那时，下跌才会自我强化，人们会搬离自己的房子，因为房子都成了负资产，会有更多的金融机构倒闭，从而使衰退加剧，美元贬值。布什政府和大多数经济预测者们并不懂得市场会在跌势时如其升势时一样自我强化。他们期待房地产市场会自己探出底来，但实际上市场与其所想相去甚远（见图7-1）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

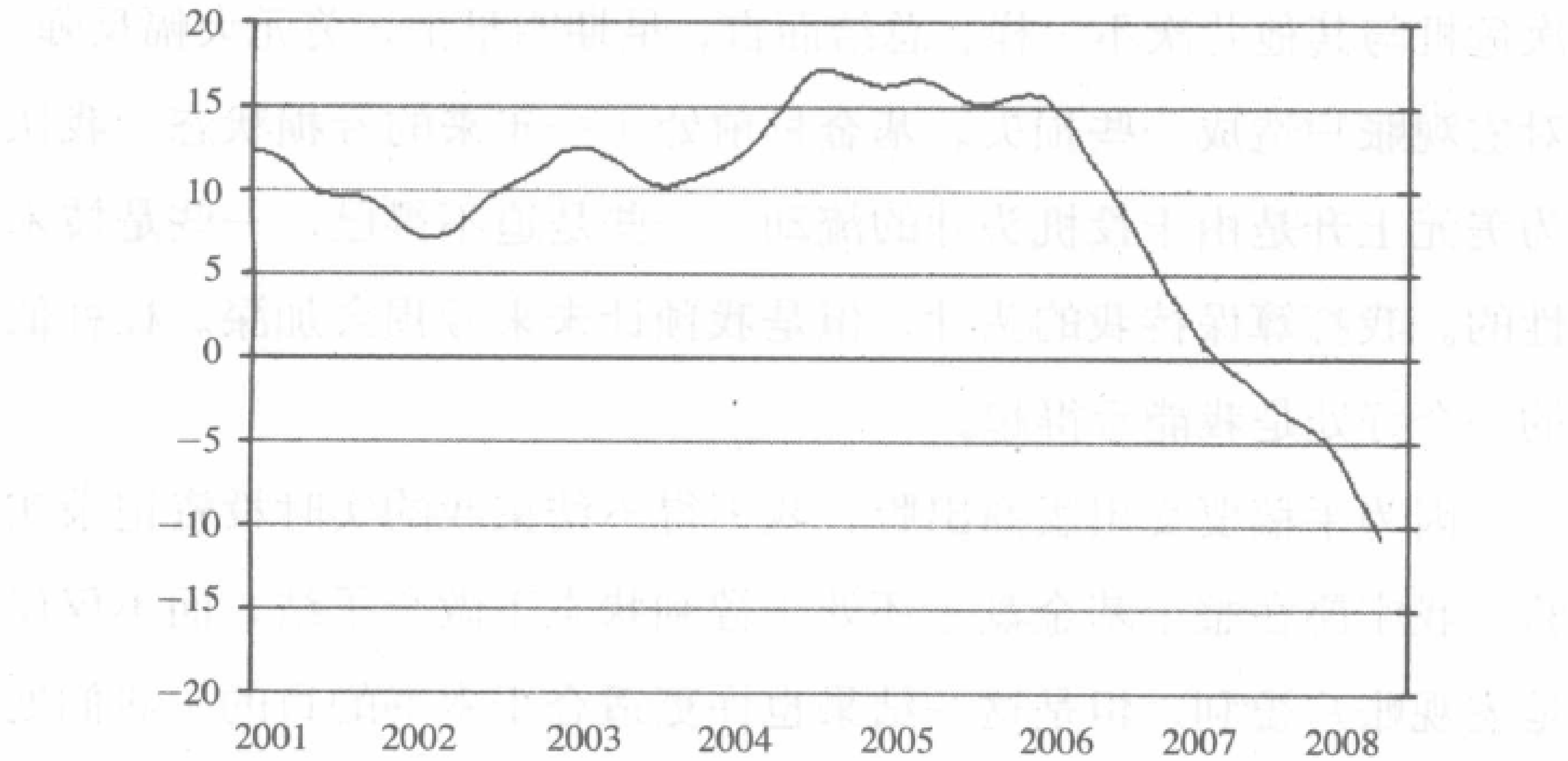


图7-1 标准普尔/凯斯－席勒房价指数走势

（20个城市的综合指数，截至2008年1月末的同比变化率）

资料来源：S&P/Case-Shiller Home Price Index. March25,2008.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

政策建议

第8章

THE NEW PARADIGM FOR FINANCIAL MARKETS



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出于以下原因，我不太适合提供有力的政策建议。首先，我深度介入市场，以至于难以认真考虑政策建议。目前还未结束的这场危机把人的精力都占用了，我自身难保。我应该使自己远离市场，以更加超脱的姿态来思考问题。其次，我觉得对现任政府[⊖]不应该期待过多。新的举措要等到新总统上任后才会出台，只有一位来自民主党的总统才有望使局势逆转，带领国家走上新的征程。并且现在的局势非常严峻，新政策措施应该经过充分的讨论。我更应该把我现在的思考概括为用来讨论的题目，而不是确切的结论。

显然，放纵和狂乱的金融业正在对经济造成浩劫，这要得到控制才行。信贷创造本质上是个反身性过程，应受到监管，以防止过滥放贷。不过，我们必须记住，监管者不仅有人性的一面，也有官僚习气。过度依赖监管将严重侵害经济活动。回到第二次世界大战后的局面可能会铸成大错。信贷可得性不仅有助于提高生产率，还有益于增加经济的弹性及鼓励创新的开展。信贷创造不应穿上紧身衣。世界充满不确定性，市场会比官僚更能适应环境的变化。同时，我们应该认识到，市场并非只是被动地适应外界变化，而是积极地影响着事件的进程。它们还会产生不稳定和不确定性，这使得其灵活性的一面弥足珍贵。制定宏观经济政策时应该考虑这些因素，应该在有利于稳定经济的情况下，给市场以最大限度的回旋余地。

金融市场的过度发展在很大程度上归因于监管当局未能实施适当的控制。一些新推出的金融工具和方法是基于错误的前提之下的。

⊖ 现任政府指布什政府。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它们已证明自己无法持续，因此，应该中止。但是应当保留另外一些有助于分散或对冲风险的工具和方法。监管当局应该对近来的创新有更好的理解，对还没弄懂的业务就不应该批准。那种认为风险管理应完全由市场参与者自负的想法是不对的，监管当局应该管理系统性风险。为此，它们应获得充分的信息。市场参与者，包括对冲基金和主权财富基金以及其他未受监管的实体必须提供此类信息，尽管这样做既费钱又麻烦。但与市场崩溃的代价相比，这点花费又算得了什么呢。

道德风险提出了一个棘手的问题，但是它可以得到解决。让我们直面它：当金融系统处于危局，监管当局必须介入。不管金融系统喜不喜欢，参与信贷创造的机构必须接受这个现实，那就是它们受到监管当局的保护。它们必须为此付出代价。监管当局在这一信贷扩张过程中必须更加警惕并加强控制。毫无疑问，这将限制企业的盈利。在这一行当中的人们会不高兴，并且会发动反对监管的游说，但是信贷创造本该是个受到监管的行业。监管者应负有责任，如果他们允许事情失去控制，这家机构就应得到救助。最近几年，确实发生过失控的情况。监管当局让金融业太能赚钱，规模也弄得太大了。

从当前这场危机中汲取的最重要的教训是，监管当局不仅要考虑控制货币供应，而且还要考虑信贷创造。货币主义学说是错误的，货币和信贷不会同步运行。货币当局不仅应考虑工资上涨，还要考虑避免资产泡沫。资产价格不仅取决于资金的可获得性，还要有赖

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于贷款的意愿。货币当局应当加强监控，不仅要考虑货币供应，还要考虑信贷状况。这可能会遭到反对，让货币当局控制资产价格会使其承担过多的职责。如果货币当局只限于按既定规则行事，反对或许也有些道理，但货币当局的职责要复杂得多。它们在行使操控功能时，得使出浑身解数，来走好市场预期管理这根钢丝。这是一门艺术，而不是简单的科学。艾伦·格林斯潘就是行使操控功能的大师。不幸的是，他把自己的技艺置于错误的轨道上，更像是一位市场原教旨主义者。

房地产市场泡沫和超级泡沫的特点都是过度使用杠杆。先进的风险管理模型对此推波助澜，这些模型只计量已知的风险，却忽视了反身性中内含的固有不确定性。就算不做其他事，监管者也必须重新控制杠杆的使用，他们在控制杠杆方面是有经验的。股票买卖仍须有保证金要求，尽管这一招儿已经越来越不管用了，原因是机构有很多办法可以避开它。住房抵押贷款证券和其他综合工具从未受到控制，因为它们是在市场原教旨主义者当政时期推出来的。控制杠杆将降低金融业的规模，削弱其盈利能力，但这是为了维护公众利益所必需的。

为了缓解信贷危机，一项具体措施是为信用违约互换产品成立清算所，或者把其纳入交易所场内交易。目前信用违约互换产品的余额高达45万亿美元，这些产品合约的持有者并不知道他们的对手是否能够充分保护自己免于倒闭。一旦违约发生，一些对手可能根本就无法履行支付义务。这就像悬在该市场上的达摩克利斯之剑，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

终将落下，但现在可怕的是悬而未落。美联储应发挥这样的作用，不让贝尔斯登倒闭。建立清算所或资本结构完善并有严格保证金要求的交易所，所有现有和未来的合约都要遵守，这将大有裨益。

该如何收拾房地产泡沫破裂造成的烂摊子呢？通常的反周期的货币政策和财政政策目前是适当的，但是如我所谈到的原因，这些政策不会长时间管用。需要采取更多措施来稳定房价，抚平与之相关的伤痛。正因为如此，需要让尽可能多的人拥有住房。这项措施同时适用于次级按揭的持有者和那些抵押贷款已超过其住房价值的人们。我认为住房泡沫的受害人应该得到一些救济。但是给他们救济是件棘手的事，因为按揭贷款的价值一定程度上取决于当借款人不能偿付时能处置抵押品收回贷款。在其他许多国家，借款人是风险自担的，但是在美国，贷款方通常除了处置抵押品外没有别的回收来源。另一方面，取消抵押品赎回权又会打击房价，使市场下跌更深。这对所有相关方的代价都很大，会造成负面的溢出效应。如何平衡这两方面呢？在此前探讨的所有问题中，我对这个问题给予的关注要更多一些。我还参与着我的基金——开放社会研究所(Open Society Institute)。以下是我的一些初步认识。

未来两年，市场上流动的700万笔次级贷款中的40%将违约。可选择性调整利率贷款和其他可调整利率贷款的违约情况将同样严峻，会在更长的时间内发生。这将持续对房价构成下跌压力。除非受到政府干预的影响，否则房价将长期下跌。

房地产危机对人造成的痛苦将是巨大的。有明显的迹象显示，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

老年人成为一些最恶劣的掠夺性业务的目标，并且他们在抵押贷款违约上体现得也不十分均衡。有色人种也受到波及，其违约情况也不成比例。考虑到拥有住房是在美国提高财富和机会的关键因素，处于上升状态的年轻有色人种受到的打击将尤其严重。他们怀着对“居者有其屋社会”的期待，其资产主要是住房。马里兰州的普林斯乔治县就是一个典型实例。这是全美最富有的以黑人为主的县，但却成为马里兰州住房抵押品处置得最严重的地区。马里兰州的数据显示，54%拥有住房的非裔美国人都借了次级贷款，而西班牙裔美国人的这一数字是47%，白人是18%。

丧失抵押品赎回权也降低了附近住房的价值，使另外一些房主放弃了其所有权，因为他们房子的价值已经低于抵押贷款了。最终，集中爆发的丧失抵押品赎回权使邻里不安，并将扩散到就业、教育、医疗和儿童福利等其他领域。在考虑新的政策措施时，首要考虑避免把他们的房子抵押品都处置拍卖掉。布什政府已经采取的措施基本就是面子上的事。一旦用上所有限制条件，实际上就所剩无几了。

现在需要做些系统的和个性化的努力。在系统干预方面，我认为美国众议员巴内·弗兰克的提议是对的，他的努力距离赢得两党支持还差得远。他提出两项议案，如果他所提议的内容得到采纳，这些提案能够在保护贷款人的抵押品处置权和不鼓励贷款人行使这种权利之间取得一些平衡。第一个提案，弗兰克建议修改破产法，以使破产案的法官能针对作为首套房的永久住房修改相应的按揭贷款条款。这将对贷款商施加一定压力，迫使他们自愿修改此类抵押

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贷款的条款，以避免最终由破产案法官去强制修改贷款条款，即避免“破产法庭强制批准对债权人不利的重组清偿方案”(cram down)。共和党对此表示反对，理由是这会侵犯贷款商的权益，从而造成要想将来获得房贷就必须付出更高的代价。但是弗兰克的提案只适用于2005年1月至2007年6月期间发放的住房抵押贷款。另外，目前的破产法已经允许在第二套住房的贷款条款上做出修改，而这对贷款成本的影响并不大。

第二个提案，弗兰克建议授权联邦住房管理署（FHA）对外提供担保，这将有助于次贷借款人获得能负担得起的贷款。房主取得由联邦住房管理署担保的新贷款后，这些资金将用于偿还所欠原贷款商的贷款，且贷款商要求偿还的金额不得超过住房当前评估价值的85%。联邦住房管理署提供担保所获得的对价是，他将对该住房拥有第二顺位的留置权。当借款人打算出售住房偿还贷款，且售房过程中产生了利润时，借款人支付的金额将是以下二者中的高者：（1）相当于联邦住房管理署原始贷款余额的3%的退出费用；（2）对赚到的利润按5年逐年递减支付（例如，第一年是100%，第五年是20%，五年后是0）。五年后，只需支付3%的退出费用即可。

该提案的优势和缺陷都在于它是个基于自愿的方案。从积极的一面看，它没有侵犯贷款商的抵押品处置权。从消极的一面看，它只适用于一小部分陷入麻烦的抵押贷款。它适用于那些收入至少是其偿债金额2.5倍的人群。同时，贷款商必须愿意接受只有当前市场价值85%的偿付上限，如果未来住房价值上升，他们只能在一边

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

儿看着，再也得不到任何偿付。弗兰克的联邦住房管理署提案很可能在布什在任时得到通过，但却对挽救住房危机起不了什么作用。除非使它大范围扩大，否则别指望它发挥更大作用。破产法修改将很有意义，但却为布什政府所反对。

在住房抵押贷款行业，有很多法律和实务的手段来防止贷款服务商修改面临拖欠和违约的次级贷款。这些贷款服务商称，抵押贷款的证券化使得跟踪个人贷款变得很难，“共同分担和服务协议”大大限制了他们改变贷款条款的决定权。但是主要的障碍在于“证券层级大战”（tranche warfare）。不同层级的证券会在某类贷款中角逐利益，一个证券层级可能主要针对本金，另一个则要求利息。贷款服务商坚持反对修改抵押贷款条款，因为这难免会使某一个层级的证券比其他层级的证券遭受更多的负面影响，而贷款服务商应该同时对所有层级的证券承担一样的责任。

不过，越来越得到接受的共识是，共同分担和服务协议比以前认为的要更为灵活。尽管证券化有这样那样的毛病，但是穆迪公司认为贷款条款修改的比例正在上升，不过它只占2007年重新设置的贷款的3.5%。我们应该更多地关注贷款条款修改的好处有多大，并认真地记录下来，以便说服贷款商对服务商施加更多压力，从而经受住这次考验。

然而，不幸的是，尽管改革力度很大，许多房主仍负担不起他们的住房。当地政府需要想办法应对这些房主即将失去家园的事实。因为那些不审慎的贷款主要集中在有色人种群体，而这些人恰恰是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收入最缺乏保障的。地方政府要面对的是，大量无法偿付的住房被拿到市场上抛售，而房主又是偿付能力最弱的家庭。这里面的难题是要确保这些住房不会陷于空置，或者转到那些根本不会来居住的人手中。最好它们能迅速转到那些确实要居住又能保证按时维持偿付按揭的负责任的购房者手中。

向地方社区提供帮助对私人慈善机构来说大有可为。联邦和州政府的相关基金将大大扩展其范围和影响力。而我的基金就在纽约市和马里兰州支持一些当地的救助活动。

在纽约市，我们发起设立了“纽约市社区房屋援助中心”(Center for New York City Neighborhoods)，该中心的资金来自于纽约市政府、私人慈善机构和贷款商。它将通过协调支持工作以防止过度的房屋抵押品止赎和处置，包括咨询及职业介绍服务、法律支持、贷款补救、防止超支付能力借款和教育等。它的首要任务是使借款人能够居住在他们的房屋里。对那些无法再住在自己房屋里的人们，它将协助把住房产权转给有偿还能力的房主或者非营利组织，以便确保社区的稳定。我们希望每年能帮助1.8万个借款人。纽约市社区房屋援助中心将作为一家诚信的经纪商，加强借款人、直接服务提供商和贷款商之间的沟通。尽管纽约市的房地产市场在这场危机中经受的打击不是最严重的，但是我希望纽约市当地的这种试点解决方案能为其他社区解决此类问题提供一个范本。

在马里兰州，我们采取了各种努力，协助那些对抵押贷款已经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

违约或者即将违约的房主。巴尔的摩房屋产权保护联盟（Baltimore Homeownership Preservation Coalition）以及在普林斯乔治县的类似联盟向那些陷入困境的房主提供了一个求助之所，那里是真心为他们的利益着想的。影响其作用发挥的一个不足是该联盟尚缺乏训练有素的咨询师。我们计划搞一些各种各样相关的培训，其中一些可能获得州政府的支持。

我们也在研究其他可行的措施。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总结

THE NEW PARADIGM FOR FINANCIAL MARKETS



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我写作此书的目的就是为了证明反身性的有效性和重要性，如今可谓恰逢其时。当前的流行范式——市场均衡理论，及其在政治上的衍生物市场原教旨主义——不仅被证明无法合理解释当前的事态，而且还应该对我们陷入当前的混乱局面负责。我们迫切需要一种新范式。但是我提出的新范式——对反身性的认识——还需要证实其价值。目前它还无法与均衡理论相抗衡，因为它还不能提供明确的预测结果，这就是经济学家们为何没有认真考虑这一理论的原因。现在，既然均衡理论在预测和解释两方面都被证明是失败的，那么对反身性这一问题的讨论就会更多。把不确定性因素放到人类一般性的行为活动尤其是金融市场上进行分析，这是反身性的观点，其真实有效性是不应受到怀疑的。不过，这一理论还必须表明自己有什么用。我已经尽己所能做了些阐释，还利用我的概念框架指导了自己的投资决策。我觉得，通过完善该理论框架，以及运用我毕生的经历来实践（二者是相辅相成的），我可以在预测未来方面做得更好。我坚称我们处在一个时代的终点。那么，下一个时代到底是什么样的？

要想给出确定无疑的预测是不可能的。未来情况如何，取决于我们面临金融危机采取什么样的对策。但是我们可以把问题摆出来，好好分析一下政策取向。我们还可以对下个时代不会成为什么样子做个准确的预测。第二次世界大战之后的信贷扩张，其后不可能再出现同样长时间的信贷紧缩。暴涨—暴跌过程是不对称的：通常是先有一段持续时间比较长，逐渐加速的涨势，之后有一次深幅下跌，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但持续时间比较短。因此，近期很可能会出现信贷紧缩。房价现已下跌了近10%，明年很可能还会再跌20%甚至更多。对冲基金和银行近期都在忙于减少杠杆倍数，收缩业务规模。这样的速率不会持续太久。随着衰退或其他可能的混乱局面的到来，新的经济刺激因素也可能在慢慢形成。不管怎样，预计这一过程将持续大约一年。信贷紧缩结束后会有一个较短的缓解期，但此后不太可能会再出现以我们刚经历过的这种速度再一次发生的信贷扩张。

美国经济的衰退现在（2008年4月）看来不可避免，但是没有理由预计全球经济会出现衰退。世界其他地区的强劲有力的扩张力量仍在运行，这可能对美国经济的衰退、欧洲和日本经济的减速产生一定抵消作用。经济发展当然会反作用到政治层面，从而干扰世界经济的正常运行。

同样，超级大泡沫的终结并不意味着所有泡沫的破灭。相反，新的泡沫又已经在酝酿了。美元的贬值已经使原材料和能源的价格大涨。关于生物燃料的立法已使农产品价格大涨。人民币的升值预期已导致中国的实际利率为负，而这通常会造成资产泡沫。

那么一个时代的终结究竟意味着什么？我认为，它意味着凭借美国霸权和美元作为主要国际储备货币来维持长期相对稳定局面的时代结束。我预计会出现一段时间的政治和金融动荡，也希望之后会出现一个世界新秩序。

为了对我们还留了哪一手心中有数，我应该对我的概念框架的一个推论做些解释，对此我至今强调得还不够。我曾讲过彻底易错

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性假说，即所有的人类行为都或多或少存在缺陷，尽管某一行为需要稳定持续一段时间后，其缺陷才会显现，之后，有缺陷的行为会在一定时期内保持稳定。我还谈到自然科学和社会科学之间的本质差异。它们的差异在很多方面是显而易见的，其一就是，使用自然力的机器必须遵守自然法则。即它们必须如分析哲学家所谓的“合乎形制”(well formed)。发电站必须能发电，内燃机必须在一定条件下燃烧，核武器必须在核裂变中释放能量，等等。社会活动则不需要人们像遵守自然法则一样遵守某些定式。只要人们能够因为这样或那样的原因接受它们，就足够了，管它是听人奉劝、出于习惯还是受人胁迫呢。事实上，从来就没有“合乎形制”的社会活动，原因在于市场参与者天生就不会仅仅靠知识来做决定。无论哪种体制，都存在无法调和的矛盾，随后，旧的体制可能很快就会被一个完全不同的新体制所取代。

我以这种抽象的方式试图阐释的，是我一生当中实实在在的经历。我是在一个生活稳定的中产阶级环境下长大的，当时要不是我父亲给我伪造了身份证明，我可能早就死在德国纳粹的屠刀之下了。我后来到英国以一个局外人的身份去观察一个稳定、从容不迫的开放社会。我见证了金融市场50年来天翻地覆的变化，在此期间我从一个无名小卒变成一个有头有脸的人。

回顾历史，稳定的年代兴也勃焉，亡也忽焉。我觉得我现在经历的是一个尚可持续的相对稳定的时代，我能看出当前的社会潜伏着的巨大矛盾。这些矛盾不是新生事物，事实上，它们在一定程度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上是必然出现的，因为还没听说有哪个社会能避免这些矛盾。以汇率体系为例，每种货币体制都有其缺点。固定汇率制过于僵化，容易崩溃；浮动汇率制容易造成过度波动；有管理的浮动汇率制和爬行钉住汇率制往往会使它们想要缓和的趋势得以延续。我曾经开玩笑说，选择汇率体制有点儿像找女朋友结婚，不管娶了谁，都觉得没娶的那个更有吸引力。再或可以考虑到现行的世界秩序。由于主权原则至上，经济和政治制度安排的全球化必然矛盾重重。这些矛盾存在于这个时代，这是个正在走向终结的时代，但是在美国和美元的主导下，尚能维持某种稳定态势。现在打破这种稳定态势的事发生了。布什政府采取的政策削弱了美国的政治优势，当前发生的金融危机也使国际金融体系陷入危局，降低了世界其他地区持有美元的意愿。

在我的暴涨—暴跌模型中，泡沫后期阶段的特点就在于先是远离均衡状态，之后再回归到更正常的，接近均衡的状况。在这种情况下，超级泡沫不会遵循我的暴涨—暴跌模型，因为根本没有可以回归的正常、接近均衡的状态。我们所处的时代不确定性在迅速增加，各种可能发生的结果比正常时期要多得多。最大的不确定性在于美国政府要如何应对当前的困境。

美国面临着经济衰退和美元下跌的双重困境。房价下跌、住房债务不断累加以及银行业的亏损和不确定性都威胁把经济推入自我强化的不断下滑中。为应对这种威胁所采取的对策又增加了美元的供给。同时，美元的贬值也推高了能源、商品和食品价格，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

增大了通胀的压力。欧洲中央银行的主要任务是保持物价稳定，因此它不愿意降低利率。这使得美国和欧洲的货币政策不同步，对欧元造成了升值压力。欧元升值的幅度现已超过人民币，造成中美以及不断增加的中欧之间的贸易摩擦加剧。预计人民币的升值幅度将会赶上欧元，以便避免美国和欧洲的贸易保护主义，同时降低中国的输入性通胀影响。这将推高沃尔玛商品的价格，对已经备受困扰的美国消费产生新的压力。不幸的是，现任政府对这一困境孰视无睹。

最终，美国政府将使用纳税人的钱来为房价下跌纾困买单。在此之前，房价跌势会不断自我强化，人们将搬离已成为负资产的房屋，越来越多的金融机构将会资不抵债，这又会进一步恶化衰退形势，并加剧美元贬值。布什政府圈内的大多数经济预言家们并没有理解，市场不仅能在上升的过程中自我强化，在下跌的态势下也同样如此。他们在等待房地产市场自己探底，但是实际情况会越来越事与愿违。由于其市场原教旨主义的价值观，以及不愿意向国会让权，布什政府坚持反对动用纳税人的钱施以救助。结果使得政府的措施只能主要依赖于美联储了。这对于一家主要任务是应对流动性，而非偿付能力的机构来说构成了过于沉重的负担。随着贝尔斯登救助方案和最近期的证券借贷方案，美联储自己都存在着资产负债表的风险。我对下届政府寄予厚望。直到那时，既然现行的政策已经不管用了，我估计届时政策导向和市场走势都会发生改变。要知道，有预见地走在市场的前面可不是件容易的事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此刻出版这本书，我也深存疑虑。我担心我的写作兴趣与读者的阅读兴趣之间会产生一些冲突。目前金融市场笼罩着山雨欲来风满楼的气氛。人们想知道未来如何演变，但我没办法告诉他们准确的答案，因为连我自己也不知道。我想告诉他们的是其他一些事，一些关乎人类面临处境的事情。

我们不得不在知识信息尚不充分的情况下做出决定。我们能够支配自然力，这使得我们非常强大。我们的决定有巨大的影响力。我们可以为善，也可以作恶。但是我们并没有学会如何驾驭自身。因此，我们生活在巨大的不确定性和危险中。我们需要更好地理解我们所处的局势。让人接受不确定性很难，你可以通过开自己和别人的玩笑来试图逃避不确定性，但那只会使我们陷入更大的困境。

我一生致力于更透彻地理解现实世界。本书我聚焦于金融市场，因为金融市场是践行我的理论的极佳的实验室。为什么我要这么仓促地出版本书，因为现在正是流行的错误观念使我们陷入了巨大的困境。这至少可以表明直面现实，而不逃避现实有多么重要。当然，我们永远无法完全理解现实的本来面目，我也不认为掌握了反身性就达到了尽善尽美。反身性理论认为，终极真理是排除在我们人类认识之外的，它探索了错误观念在影响事件过程中的作用。当金融市场一团糟时，这可不是人们感兴趣的。但是我希望它们将引起人们的一些思考。反过来，我希望我的书能给读者提供一些关于金融市场所发生事件的见解。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我想以热切的呼吁来结束本书。这本书不只是得出了一个结论，还在于教人更好地理解人类的处境，这需要我们共同努力营造。随着我们对自然力的控制越来越强，我们该如何管束自身？金融市场的新范式将如何与旧范式协调？金融市场究竟该如何监管？我们该如何应对全球变暖和核扩散？我们该如何建立更好的国际秩序？我们要去求解这些问题的答案。当然我愿意与大家踊跃讨论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致谢

THE NEW PARADIGM FOR FINANCIAL MARKETS



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致　谢

通常我都会四处散发我的手稿，并根据收到的意见来加以修改。这次我没有时间这么做了。目前只有几个人给了我有价值的反馈，他们是：凯斯·安德森、詹妮弗·丘恩、莱昂·库珀曼、马丁·伊克斯、查尔斯·克鲁森、约翰·海曼、马塞尔·卡苏莫维奇、理查德·卡茨、比尔·麦克道、皮埃尔·马拉巴德、马克·诺图尔诺、乔纳森·索罗斯、保罗·索罗斯、赫伯·舒尔茨、迈克尔·瓦尚和拜伦·维恩。在本书涉及哲学的部分，科林·麦金在内容方面给了我莫大的支持，他对文稿提出了细致的意见，并帮我审校了一些概念难点。查尔斯 R. 莫里斯（我由衷推荐他的书[1]）对合成金融工具的错综复杂性比我了解的深得多。他和马塞尔·卡苏莫维奇帮我完成导言和第二篇。在我基金做事的拉奎巴·拉布里和赫伯·舒尔茨就丧失抵押品赎回权问题组织了专家研讨会。他们与所罗门·格林、黛安娜·莫里斯协助完成了政策建议。凯斯·安德森提供了我在第5章中用的图表。我的出版商彼得·奥斯诺斯和整个PulicAffairs出版公司的团队在我提供了最终文稿后没几天就出版了这本书的电子版。伊冯娜·希尔和迈克尔·瓦尚在整个出版过程中也提供了很大的帮助。当然，本书的文责均由我本人承担。

[1] 查尔斯 R. 莫里斯，《万亿美元大崩溃：好赚的钱，狂赌的人，以及信贷大危机》，（纽约：Public Affairs出版公司，2008年）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

SOROS 索罗斯携他的最新畅销书来了！

和过去一样，索罗斯先生赚了钱就写书，他的每一部新书几乎都是一半理论，一半经验，而且理论部分的分析也总是特立独行，一半是非常严谨的逻辑推理，一半是非常模糊的直觉判断。

金岩石
国金证券首席经济学家
上海交通大学海外学院行为金融研究所所长

市场从来不会按照经济学理论假定的那样达到均衡，极端非理性的市场也只有政府才能拯救，索罗斯再一次试图证明他本质上是一个哲学家，可以运用他的“新范式”挣得盆满钵满。“赢家”总是无可挑剔的！

水　皮
著名财经评论家，《华夏时报》总编

物极必反，盛极而衰。经济危机也是经济规律，无论是繁荣还是衰退，风险与机遇永远并存，规避风险并进而把握机遇，这就需要方法论。我们可能不会成为索罗斯，但每个人都可以从他的人生经验中汲取财富。

王子恢
搜狐网副总编辑，财经中心总监

下一代经济学家将不得不了解金融泡沫，而不是像格林斯潘和他的中央银行家们那样对其视而不见。对他们来说，认真地考虑索罗斯的反身性理论是一种明智之举。

《泰晤士报》

随着次贷危机一步步扩大为席卷全球的金融危机，并且正在引起欧美实体经济的衰退，我们不得不佩服索罗斯先生深刻的市场洞察力，更不得不深入研究支撑他判断的背后的那套哲学——“反身性理论”。

滕　泰
中国银河证券研究所所长，首席经济师

《索罗斯带你走出金融危机》其实已经远远超越了金融和经济，它肯定是一部关于哲学的书，本质上是有智慧和经验的人对人生和世界的认识论和方法论。金融只是索罗斯探寻真理的一个平台。

何　力
《第一财经周刊》总编辑

金融海啸连格林斯潘都束手无策，也许我们该看看索罗斯说了什么。

杨　斌
和讯网总编辑

这本书表明，在对市场运行的深层次思考中，索罗斯领先了他的时代好几十年。

《金融时报》

整部金融发展史的两个主旋律就是繁荣与衰败，而索罗斯对二者都了如指掌。

《经济学家》

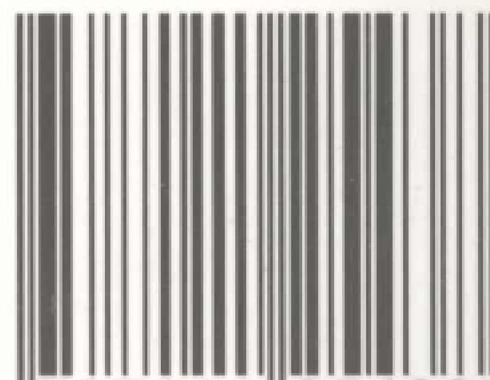
投稿热线：
(010) 88379007
购书热线：
(010) 68995259, 68995261
读者信箱：
hzjg@hzbook.com

华章网站 http://www.hzbook.com

网上购书：www.china-pub.com



上架指导：金融投资/经济
ISBN 978-7-111-25438-6



定价：29.00元